



Humphreys

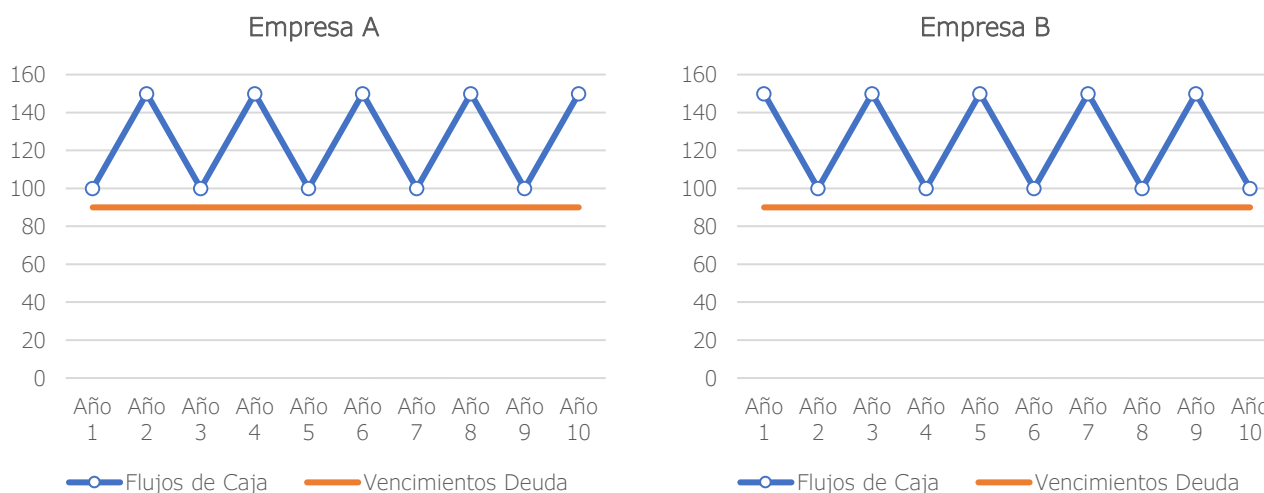
CLASIFICADORA DE RIESGO

Covid-19: Industrias chilenas frente a la amenaza

Abril 2020

La crisis sanitaria provocada por la presencia del Covid-19 repercute necesariamente en la economía, tal como lo ha reflejado la drástica caída en el precio de las acciones de las distintas bolsas en el mundo. El debilitamiento nacional e internacional del comercio tampoco es inocuo para la capacidad de pago de las empresas y, por ende, de la clasificación de riesgo los títulos de deudas que éstas hayan emitidos.

Sin perjuicio de lo anterior, es importante precisar que, bajo los criterios de clasificación de *Humphreys*, el análisis de riesgo de los títulos de deuda tiene un enfoque que difiere al efectuado por aquellos que invierten en títulos de capital. Obviamente, para un accionista, centrado en el valor actual de los flujos esperados, es de muy alta relevancia el nivel de utilidad de una empresa para los próximos meses. En cambio, a un acreedor de bonos le interesa que su deuda sea servida completa y oportunamente, y que el emisor se mantenga en operación durante toda la vigencia del bono. Por ejemplo, supóngase dos empresas idénticas, A y B en los gráficos, pero con desfase de un año en su nivel de flujos; en el año 0 el precio de las acciones de la empresa B debiese ser más elevado, ya que para el año 1 tiene un flujo superior, pero distinta sería la situación si el inversionista está situado al final de dicho período, siendo totalmente explicable y lógico los cambios en los precios relativos de las acciones. Pero distinta es la evaluación de los bonos, que se analiza desde una perspectiva de largo plazo (se trata de títulos con duración de largo plazo), de lo contrario se tendría que estar moviendo constantemente la categoría asignada.



Otro elemento a tener en cuenta en la evaluación de la deuda es que la clasificación de riesgo más que orientarse a la capacidad de pago de los emisores de bonos en tiempos normales mide la solvencia para responder a las obligaciones ante crisis particulares, sectoriales y/o globales; entendiendo que en períodos de contracción económica los resultados de un ejercicio específico se resienten en concordancia con la profundidad de la contracción económica.

Evaluación de emisores de bonos

Para un buen entendimiento de los resultados de los análisis efectuados, es importante destacar que el mundo, no sólo Chile, está ante una crisis sanitaria de reciente irrupción donde no existen antecedentes que sirvan de base contundente para estimar su desarrollo en los próximos meses, lo cual para el ámbito financiero significa un escenario inédito para efectos de realizar proyecciones. Bajo esta perspectiva, *Humphreys* entiende, y siente la necesidad de transmitir al mercado, que sus conclusiones deben ser prudentes y en permanente revisión. Como nunca antes, la desviación estándar de cualquier pronóstico de corto plazo puede resultar excesivamente elevada.

Dicho lo anterior, para la evaluación de la crisis en la solvencia de las empresas, la clasificadora, siempre bajo su metodología de evaluación, ha trabajado con el supuesto de un fuerte *shock* económico de cuatro meses, cuya severidad en cuanto a caídas en las ventas, aumento de la incobrabilidad y restricciones de financiamiento, entre otras, dependerá del sector en donde opera la empresa y de sus características particulares. También se asume que el Estado, tal como ya lo ha anunciado, estimulará políticas para fortalecer la liquidez del mercado y atenuar en parte la fuerte contracción económica esperada.

Es comprensible que, si se cumple el severo *shock* vaticinado, muchas empresas presentarán elevadas pérdidas contables en los estados financieros finalizados a junio y septiembre de 2020, que los flujos de caja caerán abruptamente y que la “foto” financiera de ese momento, al menos en sus estados de resultados y de efectivos, será desoladora; sin embargo, no en todos los casos debiese extrapolarse tal situación para el largo plazo.

Las evaluaciones de *Humphreys* tienen como objetivo medir la capacidad de las empresas para soportar la drástica baja en la actividad comercial, enfocándose, en primera instancia en la liquidez actual de las compañías y, en segunda instancia, en la disponibilidad de líneas de créditos, posibilidad de acceso a financiamiento y capacidad de apoyo de sus accionistas. Obviamente, las exigencias de liquidez varían dependiendo del rubro en que se desempeñan las empresas y de otros factores particulares (por ejemplo, necesidades de la matriz). Asimismo, los análisis desarrollados no ignoran la capacidad de gestión propia de cada administración y, de manera no menor, la competitividad relativa post crisis¹ (por ejemplo, verse favorecido por el mayor debilitamiento de la competencia). En resumen, se analizan los riesgos del corto plazo, que en esta coyuntura son de elevada relevancia, pero sin ignorar la viabilidad en el largo plazo; para esto último, toma importancia el estado, en cuanto a capacidad de pago, en que quedan los distintos emisores, considerando que para los años 2020 y 2021 se presume debilitamiento de la economía mundial.

Cabe considerar que para los análisis *Humphreys* utilizó antecedentes actualizados por cuanto, a su juicio, son los únicos que permiten evaluar la efectiva liquidez de las empresas para enfrentar una crisis que todo hace presumir que, en lo más severo, se extenderá por tres a cuatro meses. Asimismo, se entiende que la gravedad del *shock* económico como lo inusitado de él, obliga a revisiones particularmente permanente de todos los emisores, en particular, cuando se disponga

¹ Las clasificaciones de riesgo son esencialmente relativas, y en el caso de las clasificaciones locales, en relación con la realidad de cada país (por eso, no es comparable una categoría AA en Chile con una categoría en AA de otro país).

de mayores antecedentes objetivos respecto de las implicancias de la crisis sobre los indicadores financieros de cada empresa y, a partir de ellos, evaluar la posibilidad de incumplimientos de *covenants*; sin perjuicio que se estima que los tenedores de bonos estarán más dispuestos a suspender transitoriamente la exigencia de los mismos (*waiver*).

SECTOR RETAIL: VENTA AL DETALLE

El sector, para efecto del análisis del impacto de la crisis, puede dividirse en aquel segmento de ventas de productos de primera necesidad, como alimentos y remedios, y aquel orientado a la venta de bienes más prescindibles: vestuario y hogar. En opinión de *Humphreys*, el primer segmento estará más capacitado para encarar la crisis, más allá que debiera tener dificultades de logística y de abastecimiento. El segundo debiese verse fuertemente impactado por la crisis, tanto por la caída abrupta en las ventas durante el segundo trimestre del año, como por el consiguiente debilitamiento del consumo que producirá el bajo crecimiento económico y el incremento en la cesantía.

Hites

Se cambia a "Categoría BBB" (desde "Categoría BBB+"). Tendencia cambia de "Desfavorable" a "En Observación"

(cuatro líneas de bonos con series B, C, D, E, F, G y H. y línea de efecto de comercio)

Aun cuando la compañía, dado el efectivo que mantiene, presenta una liquidez adecuada para enfrentar la crisis, la cual se fortalece por las líneas bancarias disponibles (en la medida que no se recorten abruptamente), la reducción en la clasificación obedece a que la empresa ha sido fuertemente impactada por el estallido social (ubicación de locales) y, probablemente, lo será por la crisis del coronavirus (clientes vulnerables a ciclos recesivos). Dada esta situación, se espera un debilitamiento de las cuentas por cobrar en un escenario de disminución de las ventas al detalle, todo lo cual repercutirá negativamente en el balance de la sociedad.

La tendencia asignada es *"En Observación"* por cuanto esta clasificadora monitoreará los resultados en el nuevo escenario de menor demanda, en conjunto con una oferta también contraída, sobre todo por operadores que atienden al mismo segmento y que se encuentran más debilitados.

El desafío de *Hites*, sobre todo para captar la confianza del mercado, es conseguir fuentes de financiamiento que le permitan una situación relativamente holgada para el período 2020-2021, en donde es esperable que el consumo de los productos "no comestibles" continúe débil. La existencia de cuentas por cobrar, de corto plazo y fácilmente valorizables, podrían facilitar el acceso a endeudamiento.

Con todo, conseguido financiamiento, se afirmaría la viabilidad de largo plazo de la empresa, la cual presenta una larga experiencia en el rubro y tiene una marca reconocida en el mercado, ello en un entorno que, lo más probable, implicaría una competencia más debilitada. Lo anterior es

consistente con la clasificación otorgada, la cual corresponde a aquellos emisores considerados en "*Grado de Inversión*".

Hites es una compañía que opera en el sector *retail*, bajo la modalidad de tiendas por departamentos, y en el rubro financiero, mediante la tarjeta de crédito Hites, enfocándose en los segmentos C3-D de la población. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 324.743 millones y una deuda financiera de \$ 250.032 millones (incluye arrendamientos financieros).

La Polar

Cambia a "Categoría C" (desde "Categoría B-")

(bonos series F, G y H)

El cambio de clasificación obedece a que, a juicio de *Humphreys*, los efectos de la crisis -baja abrupta en las ventas y deterioro de las cuentas por cobrar- aunque comunes al sector, afectan particularmente a una empresa con un reducido nivel de Ebitda y dificultades para acceder a financiamiento externo.

En opinión de *Humphreys*, la empresa necesitará inyección de recursos para financiar el capital de trabajo para más allá de los próximos tres meses.

La Polar es una compañía dedicada a las ventas al detalle (*retail*), mediante el formato de tiendas por departamentos y que, en forma complementaria, participa en el negocio financiero mediante el otorgamiento de créditos a los usuarios de su tarjeta comercial (tarjeta La Polar) y tarjeta VISA la Polar. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 349.822 millones y una deuda financiera de \$ 194.565 millones (incluye arrendamientos financieros).

Cencosud

Se mantiene clasificación en "Categoría AA-" con tendencia "Estable"

(cinco líneas de bonos y con series B1, B2, F, J, N, P y R)

La sociedad mantiene una liquidez adecuada para enfrentar la crisis de los meses venideros considerando, además, que el negocio de supermercados será intensivo en ventas mientras se mantengan las expectativas de prohibición al desplazamiento de la población (fortaleciendo la caja del emisor).

También, el análisis incluye que las políticas de la autoridad en cuanto a restricciones en el desplazamiento de las personas tienen que incluir la posibilidad de que éstas puedan abastecerse del alimento mínimo necesario para la subsistencia.

Si bien la situación de anormalidad que afecta a todos los países no será inocua a los resultados del emisor, la empresa, en términos relativos, quedará bien posicionada para abordar el período post crisis de corto plazo, que -lo más probable- estará marcada por un estancamiento económico.

Cencosud es una compañía cuyo ámbito de negocios corresponde a hipermercados, supermercados, tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y construcción, inmobiliario

(centros comerciales) y servicios financieros (seguros, banco y tarjeta de crédito). Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 9.548.213 millones y una deuda financiera de \$ 4.264.940 millones (incluye arrendamientos financieros).

Ripley

Se mantiene clasificación en "Categoría AA-". Tendencia de "Estable" a "Desfavorable"
(una línea de bonos con serie E)

Ripley Corp

Se mantiene clasificación en "Categoría A+". Tendencia de "Estable" a "Desfavorable"
(cuatro líneas de bonos con serie D, E, H, I, F, G y J)

Tanto Ripley Chile como Ripley Corp presentan una muy buena posición de liquidez atendiendo al disponible que exhiben a la fecha, lo cual se refuerza aún más si se consideran las líneas no utilizadas con el sistema financiero. Cabe considerar que en el segundo semestre de 2019 el grupo vendió un *Mall* de Concepción, conservando gran parte de los fondos captados; por otra parte, se han detenido los proyectos de inversión en Perú (nuevos *Mall*). **Humphreys** estima que las empresas del grupo Ripley responderán más que satisfactoriamente a la crisis de corto plazo.

Sin perjuicio de lo anterior, la calificación de la tendencia "Desfavorable" responde a que la clasificadora, post crisis de corto plazo deberá evaluar como quedan los balances de las compañías, ya que la acentuada baja en las ventas y el deterioro de las cuentas por cobrar en el negocio financiero debiesen incrementar el endeudamiento relativo. Ello con un período 2020-2021 con expectativas de bajo crecimiento económico y consumo débil.

En contraposición, es importante considerar que parte importante de la industria de venta al detalle quedará bastante debilitada (sin descarta la quiebra de operadores menores), tanto en Chile como en Perú, lo cual reforzará la competitividad de Ripley; no obstante, ello es una situación que se deberá evaluar en su momento. Sin embargo, sin desconocer el estrés que se avecina, en el largo plazo podría significar una oportunidad para al área comercial del grupo.

Ripley es una compañía que participa en el negocio de venta *retail*, financiero, a través del banco Ripley y, en el negocio inmobiliario. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 1.114.333 millones y una deuda financiera de \$ 1.078.657 millones (incluye arrendamientos financieros).

Ripley Corp es una compañía que controla directamente las sociedades Ripley Chile S.A. y Ripley Internacional S.A., filiales que desarrollan actividades en los sectores *retail*, inmobiliario y bancario, tanto en Chile como en Perú. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 1.727.426 millones y una deuda financiera de \$ 1.958.990 millones (incluye arrendamientos financieros).

Sodimac

Se mantiene clasificación en “Categoría AA+” con tendencia “Estable”
(dos líneas de bonos con serie K)

Dada la situación de liquidez de Sodimac y de su capacidad de acceso a financiamiento, producto de los fundamentos propios de su negocio, la empresa tiene la capacidad para abordar una abrupta baja en las ventas debido a la crisis generada por el coronavirus.

Post crisis, se estima que la empresa podrá recuperar rápidamente sus ventas, básicamente porque las políticas del gobierno para impulsar la economía, lo más probable, estarán asociadas a obras públicas y similares que incentiven el gasto en materiales para la construcción. Por lo demás, el emisor mantiene un bajo endeudamiento para su capacidad de generación de flujos (la deuda que vence en 2020 no supera los \$ 12 mil millones).

Sodimac es una compañía dedicada a la intermediación de artículos de construcción y mejoramiento del hogar, orientándose en tres segmentos de negocios: *retail*, pequeñas y medianas empresas (Pymes) del área construcción y grandes constructoras. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 2.092.653 millones y una deuda financiera de \$ 649.436 millones (incluye arrendamientos financieros).

SECTOR FINANCIERO NO BANCARIO: FACTORING (EXCLUYE CRÉDITOS AUTOMOTRICES)

El principal riesgo de esta industria dice relación con la posición que adoptan los bancos en tiempos de crisis, quienes tienden a reducir las líneas de créditos independiente de la situación particular de cada sociedad financiera, enfocándose en la solvencia de los accionistas. Además, en esta crisis se debiese esperar un fuerte deterioro en la calidad del *stock* de cuentas por cobrar y una baja en el flujo de colocaciones futuras.

Como atenuante de los riesgos, en el caso del *factoring* está la capacidad de las empresas de fortalecer la liquidez restringiendo el volumen de sus operaciones; en otros productos, generalmente, se tienen activos subyacentes que aminoran la pérdida esperada, hecho que si bien, por sí mismo, no quitan presión a la posición de caja, puede favorecer los procesos de refinanciamiento.

También en épocas de crisis, dada las políticas más conservadoras de los bancos, el sector logra captar clientes de menor riesgo que en tiempos normales no operan con la industria de *factoring*. Además, dado que, por la naturaleza propia de la operación, el descuento de documento no está limitado por la tasa máxima convencional, es posible reflejar en la tasa de descuento el mayor riesgo coyuntural. Adicionalmente, señalar, que el sector, comparativamente, tiene menos dificultad para mantener la normalidad operativa, aun cuando sus colaboradores trabajen a distancia.

Con todo, debe precisarse que en épocas de crisis lo medular de las empresas financieras es mantener una elevada liquidez.

Por último, agregar que es muy probable que la autoridad apoye a las Pymes por medio de las empresas de *factoring*; posiblemente a través de líneas de CORFO y agilizando o ampliando programas como fogape o fogain; sin embargo, ello no fue incorporado en los análisis.

Factotal

Se mantiene clasificación en "Categoría A+" con tendencia "Estable"
(una línea de bonos con series A y B, y línea de efecto de comercio)

Factotal presenta una elevada liquidez para enfrentar la crisis, tanto por lo mantenido en caja como por las líneas bancarias disponibles (más allá que algunas de ellas podrían ser cerradas y otras reducidas).

A lo anterior, debe agregarse, tal como ya se ha mencionado, la posibilidad de reforzar la liquidez mediante la disminución de operaciones de *factoring*. La cartera de *factoring* de la compañía, que es de muy corto plazo, es entorno a los \$ 50-60 mil millones, superior a la deuda financiera que vence en los próximos doce meses.

La empresa, comparada con otros operadores de la industria, presenta políticas internas conservadoras, por lo tanto, se prevé una gestión cautelosa en los próximos meses. También, cabe señalar que la sociedad enfrentó con éxito la crisis asiática y la crisis *subprime*. Por otra parte, la institución opera muy por sobre su punto de equilibrio, lo que facilita adoptar medidas que reduzcan momentáneamente el *stock* de colocaciones. Adicionalmente, a la fecha presenta un bajo endeudamiento relativo.

Factotal es una compañía dedicada a la prestación de servicios financieros bajo la modalidad de operaciones de *factoring*, *leasing* y créditos automotrices. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 35.609 millones y una deuda financiera de \$ 81.422 millones.

Incofin

Se mantiene clasificación en "Categoría A". Tendencia cambia a "En Observación"
(una línea de bonos con serie C, y línea de efecto de comercio)

Dada la contingencia actual, provocada por el Covid-19, la empresa ha adoptado y está adoptando medidas para mantener una liquidez elevada durante el período de *shock*. En opinión de la clasificadora, el emisor está capacitado operativa y financieramente para controlar los riesgos de la coyuntura, destacándose la experiencia de la organización en el manejo de crisis económicas, tal como se pudo observar en 1997-1998 y 2008-2009.

Es importante constatar que las operaciones de *factoring*, o asimilables, implican cuentas por cobrar del orden de lo \$ 70-80 mil millones, superior a las obligaciones de la compañía a menos de un año, lo que constata su sólida liquidez. Por otra parte, la sociedad, dado el mayor riesgo del mercado, podría bajar significativamente su nivel de operación y aun así cubrir sus gastos fijos. Sin perjuicio de lo anterior, y reconociendo los buenos resultados del año 2019, la tendencia "En Observación" es consecuencia directa y exclusiva del *shock* económico esperado por la

pandemia, lo cual podría reducir el nivel de actividad de la compañía (en los meses siguientes) y, a la vez, deteriorar su cartera crediticia (que implicaría aumentar las provisiones), presionando a un menor *stock* neto de colocaciones y a un mayor endeudamiento relativo que, aun no siendo incompatible con la viabilidad de largo plazo de la compañía, requerirán ser permanentemente monitoreados para verificar su alineamiento con la categoría de riesgo asignada, dado la metodología de clasificación de *Humphreys*. Entendiendo que se trata de una crisis financiera que, por sus causas, es inédita y, por ello, difícil de proyectar.

Se monitoreará en los hechos el comportamiento de las cuentas por cobrar y el nivel de actividad de la compañía, pudiéndose revertir la tendencia si los antecedentes disponibles a futuro muestran que el efecto de las crisis no afectó a la empresa de manera tal que llevaran a modificar su clasificación de riesgo o a calificar la tendencia en Desfavorable.

Incofin es una compañía dedicada a la prestación de servicios financieros, principalmente bajo la modalidad de descuentos de documentos, ya sea a través de operaciones de *factoring* o la compra de distintos instrumentos, entre ellos, cheques. Además, a mediados del año 2012, ingresó al negocio del *leasing* financiero y, posteriormente, ha tomado posiciones en créditos para capital de trabajo. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 22.081 millones y una deuda financiera de \$ 99.860 millones.

Primus Capital

Se mantiene clasificación en "Categoría A-". Tendencia cambia a "En Observación"
(línea de efectos de comercio, línea de bonos en proceso de inscripción)

La clasificación de Primus Capital se mantiene en "Categoría A-", pero la tendencia se califica "En Observación" en atención a que el escenario económico para la compañía se ha deteriorado, tanto en el mercado chileno como en el peruano. Dado lo anterior, se espera que la empresa baje su *stock* de colocaciones (efecto de paralización de la economía) y aumente su nivel de provisiones (debilitamiento de las cuentas por cobrar).

Con todo, si terminada la crisis la empresa no tuviera problemas de liquidez y no se viera afectado negativa y significativamente su nivel de endeudamiento, se retiraría la tendencia "En Observación". La clasificadora espera que el endeudamiento de la compañía se mantenga bajo 5,2 veces.

La empresa, a diciembre de 2019, presenta colocaciones por \$ 150,8 mil millones y una relación de pasivo exigible a patrimonio de 4,65 veces.

Primus Capital es una compañía dedicada a la prestación de servicios financieros bajo la modalidad de operaciones de *factoring* y *leasing*; no obstante, en forma complementaria puede incorporar otras operaciones, como el *confirming* y, en casos calificados, créditos de capital de trabajo. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 29.124 millones y una deuda financiera de \$ 127.355 millones.

Progreso

Se mantiene clasificación en "Categoría A-". Tendencia cambia a "En observación"
(una línea de bonos. Y efectos de comercio)

Sin perjuicio que la empresa tiene una elevada liquidez para enfrentar la crisis de corto plazo, la tendencia de la "Categoría A-" se cambia, desde "Estable" a "En Observación", en considerando que el escenario futuro de la empresa es radicalmente distinto al esperado hasta hace unas semanas atrás y, por lo tanto, la modificación es consecuencia exclusiva de la crisis derivada del Covid-19 (ya que las operaciones venían desarrollándose adecuadamente con riesgos controlados). El desafío de la compañía es evitar un deterioro significativo de su *stock* de colocaciones, en particular la de operaciones de *leasing*.

Humphreys estima que los arrendatarios (*leasing*), al ser en su mayoría pequeñas y medianas empresas, en lo inmediato verán deteriorada su liquidez y, lo más probable, que terminada la crisis permanecerán con una baja capacidad de pago. La cartera de *leasing* es en torno a los \$ 49.200 millones. Asimismo, el debilitamiento que se espera en la economía para 2020 y 2021, hace presumir una baja en los niveles de inversión en la Pyme (menos demanda por *leasing*).

Con todo, si transcurrido los meses, Progreso no reduce significativamente su *stock* de colocaciones netas, sus cuentas por cobrar no se deterioran significativamente (evita incremento importante de provisiones) y su endeudamiento no aumenta en forma importante, podría retirarse la tendencia "En Observación".

Es importante señalar que, en opinión de la clasificadora, el *shock* económico esperado no colocaría en duda la viabilidad de largo plazo de la compañía, no obstante, potencialmente podría implicar una combinación de ratios no compatible con la actual clasificación de riesgo.

Progreso es una compañía dedicada a la prestación de servicios financieros bajo la modalidad de operaciones de *leasing* y *factoring*. Al 30 de septiembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 8.800 millones y una deuda financiera de \$ 49.465 millones.

Tanner

Se mantiene clasificación en "Categoría AA-" con tendencia "Estable"

(cuatro líneas de bonos con series AA, Z, I, U, W, X, Y, AB, AC, AD, AE y AG. Y efectos se comercio)

Tanner presenta una aceptable liquidez para enfrentar la crisis, considerando su disponibilidad de caja actual y las líneas no utilizadas (aunque no se descartan reducciones en las líneas para capital de trabajo, para Tanner se estima menos probable en relación con otras empresas del sector). Cabe señalar que recientemente la compañía colocó deuda por US\$ 200 millones en el mercado suizo, anticipándose a un refinanciamiento para seis meses más en el mismo mercado.

A lo anterior se debe agregar que la cartera de *factoring*, que representa alrededor del 50% de la deuda para los próximos 12 meses, siempre es posible disminuirla para evitar presiones a la liquidez.

Se presupone que post crisis la compañía podría verse beneficiada por un menor debilitamiento en relación con las financieras no bancarias, sin perjuicio que enfrentará una economía estancada o en recesión.

Tanner es una compañía dedicada a la prestación de servicios financieros bajo la modalidad de operaciones de *factoring*, tanto de alcance local como internacional, créditos automotrices, créditos a empresas y *leasing*. Además, a través de subsidiarias ofrece servicios de Corredores de Bolsa, Corredores de Seguros y Corredores de Bolsa de Productos. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 382.219 millones y una deuda financiera de \$ 1.159.515 millones.

Penta Financiero

Se mantiene clasificación en "Categoría A+" con tendencia "Estable"
(una línea de bonos)

En opinión de **Humphreys**, es esperable que la empresa enfrente un severo aumento en la morosidad y una pronunciada baja en los niveles de actividad, lo cual generará presiones a la liquidez de la empresa. Sin perjuicio de ello, la compañía, junto con los beneficios propio de las operaciones de *factoring*, se ve favorecida por la existencia de activos subyacente que minimizan su exposición en las posiciones crediticias de mayor plazo, reduciendo la pérdida esperada de su cartera de cuentas por cobrar.

Si bien la existencia de garantías, prendas o similares, que reducen la pérdida esperada no evitan el riesgo de iliquidez, sí pueden ayudar a facilitar al refinanciamiento de los pasivos y, en este caso particular, da más certeza al compromiso de los accionistas con la compañía por cuanto implica que dicho compromiso no solo descansa en el deber, sino que también en la viabilidad económica de la sociedad, incluso en periodos de crisis.

Penta es una compañía dedicada a la prestación de servicios financieros bajo la modalidad de operaciones de *factoring*, *confirming*, capitales preferentes, *leasing*, financiamiento de inventario, finanzas corporativas y créditos directos; asimismo, por medio de empresas coligadas, opera en el arrendamiento de vehículos y en créditos automotrices. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 19.532 millones y una deuda financiera de \$ 156.060 millones.

Interfactor

Se mantiene clasificación en "Categoría BBB+" con tendencia "Estable"
(línea de efectos de comercio)

La compañía tiene una aceptable liquidez para enfrentar la crisis, sin considerar que siempre tiene la posibilidad de reducir las colocaciones para reforzar el disponible. También, posee un bajo endeudamiento relativo, lo cual siempre hace más viable eventuales necesidades de reprogramación de deudas.

Cabe considerar que la sociedad efectúa solo operaciones de *factoring* y, por lo tanto, no mantiene posiciones de largo plazo. Esta situación, dada la liquidez que dispone, facilita disminuir las

operaciones, para evitar riesgos, y retomarlas una vez que la situación económica esté más normalizada en el sentido de pronosticar su comportamiento en el corto plazo.

Interfactor es una compañía dedicada a la prestación de servicios financieros bajo la modalidad de operaciones de factoring, mediante el descuento de facturas, letras y cheques en el mercado local. En la actualidad también opera, en una proporción menor, en el negocio de créditos y, en forma marginal, en *leasing* y arrendamiento de toda clase de bienes muebles e inmuebles. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 9.176 millones y una deuda financiera de \$ 34.571 millones.

Comercial de Valores Factoring (Coval)

*Se mantiene clasificación en "Categoría BBB". Tendencia cambia de "Favorable" a "Estable"
(línea de efectos de comercio)*

Coval, en términos de caja disponible y líneas no utilizadas, presenta una aceptable liquidez para enfrentar una crisis severa de liquidez de mercado.

No dudamos que el balance de la compañía puede verse afectado post crisis, no obstante, estimamos que se mantendrán consistentes con la categoría de riesgo asignada. Con todo, se retira la tendencia Favorable, dado los cambios radicales que han experimentado las perspectivas económicas.

Coval es una compañía dedicada a la compra de cuentas por cobrar con el fin de entregar financiamiento bajo la modalidad de *factoring*. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 9.437 millones y una deuda financiera de \$ 44.977 millones.

FINANCIAMIENTO AUTOMOTRIZ

Dentro de este sector agrupamos a las compañías que dan créditos a personas para la compra de vehículos y a aquellas que entregan vehículos en arrendamiento a empresas y personas naturales.

Para las financieras orientadas al crédito automotriz su principal riesgo es la baja esperada en la recaudación mensual, así como una caída abrupta en el nivel de operaciones. La menor recaudación será más o menos aguda dependiendo del perfil de los deudores (por ejemplo, empleados públicos versus trabajadores con renta variable) y del porcentaje de la cobranza mediante PAC; no obstante, estimamos que el aumento en los niveles de mora será ineludible para toda la industria. Asimismo, terminada la crisis severa de corto plazo, las empresas del rubro debiesen presentar un debilitamiento de sus balances, menor acceso a financiamiento y una caída en la demanda. Una alternativa de financiamiento será la securitización de sus cuentas por cobrar, pero se trata de un proceso que, dada las formalidades requeridas, no es inmediato (las operaciones vía fondos de inversión, si bien más rápida, se presumen menos probables por la dificultad de las administradoras para acceder a los recursos de los aportantes). En cuanto a las entidades que entregan vehículos en arriendo, se espera una disminución severa de los arriendos en el mercado *spot* y un deterioro en la recaudación por los contratos a plazos. Todo ello sumado

a un muy bajo nivel de operaciones, que debiese continuar una vez finalizada la crisis de corto plazo.

Autofin

Se mantiene clasificación en "Categoría A-". Tendencia cambia de "Estable" a "Desfavorable" (una línea de bonos con serie A)

Considerando la contingencia actual, la compañía mantiene una elevada liquidez para enfrentar la crisis en el corto plazo, incluso para soportar un estrés superior al escenario base aplicado por **Humphreys**.

No obstante, lo anterior, la perspectiva *Desfavorable* responde a la probabilidad de un deterioro en el balance del emisor por efecto del aumento en los niveles de *default* de su cartera de deudores, mora sobre 90 días (aunque alguno de ellos recuperables en el tiempo) y en un escenario futuro probablemente recesivo que reducirá las ventas de automóviles (y las operaciones crediticias) y alargará el plazo de liquidación de los vehículos entregados en prenda (recupero de deudas fallidas). Con todo, se reconoce que Autofin mantiene un bajo endeudamiento y una adecuada gestión de sus cuentas por cobrar. A futuro se podría revertir la tendencia *Desfavorable*, en la medida que los niveles de recaudación puedan recuperarse (capacidad de recuperar a deudores morosos) y el posible aumento del endeudamiento, de ocurrir, sea moderado.

Autofin es una compañía dedicada al financiamiento automotriz para personas naturales y jurídicas. Al 30 de septiembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 19.511 millones y una deuda financiera de \$ 121.235 millones.

General Motors Financial Chile

Se mantiene clasificación en "Categoría AA-". Tendencia cambia de "Estable" a "Desfavorable" (una línea de bonos con serie A, B y C. Y línea de efectos de comercio)

Dada la contingencia actual, **GM Financial Chile** mantiene una liquidez más que adecuada para cumplir con sus obligaciones financieras y operativas, incluso bajo el escenario base de una crisis severa en el corto plazo. La liquidez de la compañía se sustenta tanto en su nivel de caja, del orden de los \$ 25.000 millones, más de tres veces de lo usual, según lo informado por la administración, como por las líneas bancaria comprometidas disponibles, cercanas a los \$ 24.000 millones y las líneas de crédito directa de su matriz, hasta US\$ 200 millones. Su bajo endeudamiento, además, facilita la mantención de sus otras líneas de créditos vigentes no comprometidas (relación entre pasivo exigible y patrimonio de 1,4 veces, a septiembre de 2019). Con todo, dado que es una crisis de escala global, no se descarta un debilitamiento de la situación financiera de la matriz y, por ende, una menor capacidad de apoyo por parte de ésta (en todo caso, según lo informa la administración de la compañía, la matriz dispone de una línea con General Motors Corporation para inyectar liquidez de ser necesario).

Sin perjuicio de lo anterior, la tendencia en *Desfavorable* se fundamenta en que se espera, en lo inmediato, un aumento en los niveles de incobrabilidad de los créditos automotrices y una caída fuerte en el flujo de colocaciones, generado un descenso en el *stock* de cuentas por cobrar, aumento de provisiones y una menor relación entre cuentas por cobrar neta y deuda financiera. Por otra parte, la red de concesionarios que recibe vehículos en consignación podría experimentar un drástico deterioro en su posición financiera. Todo ello repercutirá negativamente en el balance de la compañía, que, aunque muestre una adecuada solvencia, pudiese reflejar un endeudamiento no compatible con una clasificación AA-.

Con todo, la tendencia en *Desfavorable* podría ser revertida si la institución mantiene colocaciones netas sobre los \$ 180 mil millones y su endeudamiento relativo, pasivo exigible sobre patrimonio, no supera holgadamente el ratio de 2,5 veces.

GMAC es una compañía dedicada a la entrega de financiamiento para la adquisición de vehículos motorizados. Además, a través de su filial, provee inventario en consignación a concesionarios Chevrolet. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 38.344 millones y una deuda financiera de \$ 181.297 millones.

SECTOR SALUD

Los efectos que provoca la crisis en el sector dependen de la línea de negocio analizada; así, para las atenciones hospitalarias es esperable que la actividad se mantenga activa en cuanto a hospitalizaciones y exámenes asociados a cuadros respiratorios, distinto sería el caso de las consultas médicas donde lo más probable es que se observe una baja significativa (tal vez, levemente atenuada por consultas en líneas o visitas a domicilios). El negocio de seguros de salud podría experimentar un alza en la siniestralidad motivadas por licencias y gastos médicos asociados a la pandemia (que diferirá si los contagiados son 50.000 o 100.000); no obstante, los gastos por otro tipo de conceptos, en particular hospitalizaciones no asociadas al coronavirus y consultas médicas, experimentarían una reducción (pero tal situación podría revertirse al superar la crisis de corto plazo). También se debe agregar que el año pasado no fue bueno para el sector (menor generación de caja) y que este año se implementa la igualdad de tarifas para hombres y mujeres, desconociéndose los efectos sobre resultados de la aplicación de la medida.

Bupa

Se mantiene clasificación en "Categoría AA-". Tendencia cambia desde "Estable" a "En Observación"

(dos líneas de bonos con serie A)

Bupa mantiene una liquidez adecuada para soportar un período de un descenso abrupto en la generación de flujos por parte de Integramédica, que en tiempos normales representa alrededor del 60% del Ebitda del grupo y el mayor porcentaje de gastos de administración. La isapre Cruz Blanca podría experimentar un aumento en su siniestralidad que también afectaría negativamente la liquidez del grupo. La generación de flujos se daría por la actividad de las clínicas, la que en

todo caso no dispondría de la proporción de ingresos asociados a consultas médicas y exámenes, con excepción de las prestaciones asociadas al coronavirus.

La tendencia “*En Observación*” responde a la necesidad de verificar en los hechos como la pandemia, que es de carácter global, afecta la solvencia de la matriz inglesa, la que, para efectos de la clasificación, se considera un soporte para Bupa Chile.

Con todo, a juicio de *Humphreys*, post crisis los flujos del grupo se verían fortalecidos, en particular por la materialización de consultas, exámenes y operaciones postergadas.

Bupa es un holding del rubro salud que, a través de empresas filiales, participa en el negocio de seguros, prestaciones ambulatorias y hospitalarias propias del área. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 964.915 millones y una deuda financiera de \$ 315.460 millones.

Red Salud

*Se mantiene clasificación en “Categoría A” con tendencia “Estable”
(cuatro líneas de bonos con series C, E, H, I y J)*

Se espera que, producto de las actuales contingencias, los centros Megasalud, médicos y dentales, tengan una fuerte caída en sus flujos (en particular los segundos) no así las clínicas, donde se presume una reducción más moderada de los ingresos puesto que se mantendrán las atenciones, hospitalizaciones y exámenes asociadas al coronavirus; no obstante que, en paralelo, se producirá una baja en otro tipo de prestaciones, así como en las consultas médicas que se llevan a cabo en dichos recintos. En este contexto, cabe señalar que Red Salud se encuentra explorando otros canales de atención a pacientes como Telemedicina, lanzada en marzo 2020.

Bajo el escenario anterior, se estima que los excedentes durante el período de estrés podrían no ser suficientes para cubrir los desembolsos requeridos para el segundo trimestre; sin embargo, la empresa mantiene disponible y líneas bancarias suficientes para cubrir eventuales déficit. Además, en casos muy extremos (muy poco probables), mantiene un buen soporte financiero de su controlador ILC.

Sin perjuicio de lo anterior, se estima que el segundo semestre será muy activo para las consultas médicas, exámenes y hospitalizaciones, ya que, junto con la afluencia normal, tanto las clínicas como la red de consultas, se verán fortalecidas por las prestaciones rezagadas.

Red Salud es una sociedad *holding* perteneciente al grupo de empresas de la Cámara Chilena de la Construcción que, mediante sus filiales, participa en actividades de prestaciones propias del área de la salud. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 416.043 millones y una deuda financiera de \$ 247.511 millones.

Clínica las Condes

*Se mantiene clasificación en "Categoría A-". Tendencia cambia desde "En Observación" a "Estable"
(cuatro líneas de bonos con series B, E y F)*

Se espera una reducción de los flujos producto de una disminución abrupta en todas las prestaciones no asociadas al coronavirus; pero parcialmente compensado por las atenciones permanentes relativas a la pandemia. Los déficits de caja que pudieren producirse serían abordables por la empresa. Además, para el segundo semestre, cuando se comience a normalizar la situación del país, se esperaría un número importante de consultas médicas, exámenes y operaciones. El negocio de seguros, producto de la dificultad para desplegar los esfuerzos comerciales debiese llevar a una baja en el primaje, pero, por otra parte, a una menor siniestralidad (básicamente por la cuarentena y la suspensión de clases de los colegios). Dado ello, en la eventualidad de un flujo de caja negativo, se estima que sería totalmente administrable por la compañía.

Se retira la tendencia "En Observación" en atención que la empresa, en conformidad con lo establecido en el contrato de emisión de bonos, modificó los *covenant* para ajustarlo a los cambios contables dispuesto por la normativa.

CLC es una empresa dedicada a desarrollar actividades hospitalarias y ambulatorias. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 226.194 millones y una deuda financiera de \$ 205.503 millones.

Indisa

*Se mantiene clasificación en "Categoría A+" con tendencia "Estable"
(dos líneas de bonos)*

Si bien es esperable una baja en los flujos del emisor, se estima que las líneas de créditos disponibles con los bancos serían más que suficientes para cubrir los eventuales déficit de caja que podría provocar la menor actividad de la clínica, básicamente por la caída en todas las prestaciones no asociadas al coronavirus. Ello incluso asumiendo que algunos bancos reduzcan sus posiciones en la empresa.

Se espera que el segundo semestre la actividad de la clínica se recuperen sustancialmente, en particular las relacionadas con las atenciones ambulatorias que representan el 36% de los ingresos. Se estima que parte de las atenciones no efectuadas durante los próximos tres meses se traspasen para el segundo semestre, permitiendo a la clínica operar con un elevado nivel de ocupación en todas sus líneas.

Indisa es una empresa dedicada a desarrollar actividades hospitalarias y ambulatorias. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 150.185 millones y una deuda financiera de \$ 54.648 millones.

Nexus

Se mantiene clasificación en "Categoría A-". Tendencia cambia desde "Estable" a "En Observación" (una línea de bonos)

Sin perjuicio de la solvencia de largo plazo del principal activo de Nexus, Isapre Nueva Más Vida, la tendencia "En Observación" de la clasificación de riesgo obedece a la necesidad de constatar en los hechos el impacto real en la sociedad aseguradora y, por ende, en su matriz, de la crisis económica provocada por el Covid-19, atendiendo a lo inédito de los eventos surgidos producto de la pandemia y, en consecuencia, a la diversidad de escenarios que podría enfrentar el negocio de seguros de salud (*peak* de contagiados, duración de etapas críticas, disminución de atenciones no asociadas a coronavirus y capacidad de control de gastos, entre otros). Nexus es la sociedad controladora de Isapre Nueva Mas Vida y de Nexus Intelligence SpA. Al 30 de septiembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 219.524 millones y una deuda financiera de \$ 68.868 millones.

CASINOS

Estimamos que la industria de casinos, para efecto del análisis del impacto de la crisis, se verá en los primeros meses fuertemente impactada por la caída abrupta en las ventas, producto del bajo número de visitas (en algunos casos nulos), lo que se manifiesta a partir del final del primer trimestre del año y se espera continúe durante el segundo trimestre. Cabe considerar que este sector también se vio afectado por el estallido social de fines de 2019.

En tanto, posterior a la crisis más inmediata, se espera una recuperación muy lenta de los ingresos, por cuanto se presume que parte de la población persistirá la resistencia a concurrir a sitios que impliquen conglomeración de gente; además, los niveles de cesantía, y la debilidad de la economía, en general, afectarán negativamente el consumo, en particular de los bienes y servicios que no son de primera necesidad.

Enjoy

Se cambia a "Categoría BBB" (desde "Categoría BBB+"). Tendencia "Desfavorable" (tres líneas de bonos con series I y J. Y efectos de comercio)

La compañía presenta un nivel de liquidez aceptable para enfrentar los meses próximos de crisis, no obstante, la disminución en su clasificación de riesgo responde a que la compañía se ha visto fuertemente afectada por la crisis del coronavirus, dada la instrucción de la Superintendencia de Juegos y Casinos a cerrar la totalidad de los casinos de juego hasta el 29 de marzo, medida que se ha ido extendiendo y que se presume se mantendría por algún tiempo difícil de estimar a la fecha, en especial si la autoridad anuncia restricciones en el desplazamiento de la población. Adicionalmente, la sociedad experimentó una importante baja en las visitas durante el estallido social, tanto por los decretos de toque de queda como por la menor disposición de las personas a este servicio, situación que debilitó su posición para enfrentar la crisis sanitaria, sin perjuicio que la compañía tuvo una buena temporada de verano que le permitió revertir la caída en sus

niveles de flujos. Tampoco se puede obviar que los resultados habían estado débiles o bajo los esperado entre fines de 2018 y el primer semestre de 2019.

Dado lo anterior, de acuerdo con los criterios de clasificación de *Humphreys*, la situación que ha afectado al emisor en el último año y medio (baja en resultados, estallido social y, ahora, coronavirus), ameritaría más de un *notch* en la baja, pero entendemos que la organización debiese reaccionar para proveer de liquidez a la empresa, habiendo espacio aún para ello, por tanto, sólo se deja la tendencia en *Desfavorable*.

Enjoy es una empresa del rubro de la entretención, especializada en la administración de casinos y en aquellas actividades subyacentes al negocio central, como hotelería, servicios gastronómicos y eventos.

Al 31 de diciembre de 2019, sus ingresos alcanzaron \$ 264.086 millones y mantuvo una deuda financiera de \$ 384.388 (incluye arrendamientos financieros) millones.

Sun Dreams

Cambia a "Categoría BBB+" (desde "Categoría A-"). Tendencia cambia desde "Estable" a "En Observación"

(dos líneas de bonos con series D, E y F)

La sociedad presenta una liquidez adecuada para tiempo normales, pero ajustada para la magnitud de la crisis que puede provocar el coronavirus.

La baja de clasificación obedece a que los flujos del emisor se reducirán en todos sus casinos, situación que estimamos estará presente durante todo el año, en los primeros meses con ingresos muy menores, los que irán mejorando, pero que, a juicio de la clasificadora, alcanzarán niveles distantes de los esperados en tiempos normales. Con todo, se reconoce que la estructura de amortización de la deuda del emisor, concentrada para 2028, libera la caja del emisor. Sin perjuicio de lo anterior, el cambio de clasificación obedece a que la baja en los resultados, por un lado, y el incremento de la deuda para mantener la liquidez, por otro, implicará un aumento del endeudamiento relativo de la compañía, ello dentro de un entorno económico frágil.

La tendencia *"En Observación"* responde a que las características del negocio hacen que las proyecciones puedan presentar una elevada desviación respecto a lo real, por otro lado, se debe evaluar las medidas que adopte la organización para atenuar los efectos de la crisis. Dicho eso, la clasificación podría volver a bajar si la crisis es más aguda al escenario supuesto, por el contrario, se podría revertir la baja si la crisis se supera mucho antes de lo previsto o se inyectan recursos a la compañía.

Sun Dreams es una compañía que opera desde el año 2008, en la construcción y explotación de casinos, hoteles y restaurantes. A la fecha la firma cuenta con siete unidades de negocio en el país, en las ciudades de Iquique, San Francisco de Mostazal, Temuco, Valdivia, Puerto Varas, Coyhaique y Punta Arenas, ocho en Perú (Lima / Tacna / Cusco), dos en Colombia (Cartagena de Indias y Bogotá), una en Panamá (Punta Pacífica) y una en Argentina (Mendoza).

A diciembre de 2019, sus ingresos alcanzaron \$ 234.834 millones y mantuvo una deuda financiera de \$ 176.013 millones.

INDUSTRIA DE ALIMENTOS Y BEBESTIBLES

Siendo el alimento, en términos generales, un bien de primera necesidad, las empresas del rubro se verán comparativamente menos perjudicadas (siempre dependiendo del tipo de producto comercializado). Además, por tratarse de productos transables, el alza del dólar las favorecerá para defenderse de la competencia que implican las importaciones e incrementará la rentabilidad de sus exportaciones, en el caso de ventas al exterior. Sin embargo, enfrentarán una demanda más débil y dificultades no menores para desarrollar sus procesos productivos y mantener activos los canales de ventas.

Agrosuper

Se mantiene clasificación en "Categoría AA" con tendencia "Estable"
(cuatro líneas de bonos con serie D, J, K, L y M)

Agrosuper presenta una posición de liquidez muy sólida que, en opinión de la clasificadora, la capacita para resistir una contracción superior a la supuesta por **Humphreys** en sus análisis. Si bien se espera una disminución en sus ventas, básicamente por mayor dificultad en la distribución, la empresa amortigua el impacto por su diversificación en el mercado doméstico y de exportaciones y, también, por el alza del dólar.

Post crisis de corto plazo, si bien la empresa, como todo el mercado, probablemente enfrentará una economía débil, se verá favorecida por la asimetría del impacto del *shock* económico en los distintos operadores y por la escasez de cerdo en el mundo (peste porcina africana). Por otra parte, tampoco se puede ignorar el hecho que dentro de las carnes, pavo, pollo y cerdo tienen precios más bajo que el vacuno, variable a considerar por los consumidores en períodos de contracción económica.

Agrosuper es una empresa dedicada a la producción, distribución y comercialización de carne de pollo, cerdo, pavo, salmón y alimentos procesados, con ventas tanto en Chile como en el exterior. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 2.422.726 millones y una deuda financiera de \$ 1.228.694 millones.

Empresas IANSA

Se mantiene clasificación en "Categoría A-" con tendencia "Estable"
(una línea de bonos con serie B)

La clasificación se mantiene por cuanto la empresa posee una liquidez suficiente para soportar el estrés aplicado por **Humphreys**, además, en opinión de la clasificadora, el precio del dólar favorece su competitividad frente a los exportadores.

También, los análisis asumen que la sociedad mantiene al menos el 60% de las líneas de créditos actualmente disponibles con el sistema bancario.

IANSa es una empresa dedicada a la producción, distribución y comercialización de azúcar y otros alimentos de origen natural; tales como jugos concentrados, pastas de tomates, alimentos para mascotas y nutrición animal, con ventas tanto en Chile como en el exterior. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$ 397,1 millones y una deuda financiera de US\$ 169,6 millones.

Hortifrut

Se mantiene clasificación en "Categoría A" con tendencia "Estable"

(dos líneas de bonos con series A, B y C)

La posición de liquidez de la empresa, considerando sólo su caja, es muy sólida; además, cuenta con líneas comerciales disponibles con diez bancos. La empresa enfrenta la crisis tras haber terminado la mayoría de la temporada de sus operaciones.

Los ciclos productivos de la empresa generan una situación diferente al de otras entidades de diferentes rubros; por ejemplo, la cosecha en USA y, por ende, su posterior comercialización, comienza en mayo, por lo tanto, las ventas aun no se afectan por las crisis de COVID-19. Hortifrut es una empresa dedicada a la producción, exportación y comercialización de *berries* en Chile y el mundo, principalmente arándanos, frutillas, frambuesas y moras. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$ 576,0 millones y una deuda financiera de US\$ 490,9 millones (incluyendo arrendamientos financieros).

Concha y Toro

Se mantiene clasificación en "Categoría AA-" con tendencia "Estable"

(siete líneas de bonos con series J, K, R, S, N, Q y T)

La empresa, dada su disponibilidad en caja presenta una sólida posición para enfrentar la crisis de corto plazo, situación que se refuerza si se incorpora su disponibilidad de líneas bancarias (incluso asumiendo que se reducen significativamente).

Por otra parte, si bien post crisis más inmediata se espera una demanda débil a nivel mundial, la clasificadora reconoce que existen elementos que favorecerán al emisor, entre ellos un precio del dólar elevado y el debilitamiento financiero de la competencia a nivel mundial. Por otra parte, dentro de las fortalezas de Concha y Toro para enfrentar períodos recesivos destaca su amplio *mix* de productos-precios con que opera lo cual facilita la adecuación de las ventas a la situación financiera de la demanda.

Asimismo, la mantención de la tendencia en *Estable* incorpora la capacidad de gestión que ha exhibido la empresa en el pasado, incluyendo el adecuado desempeño mostrado tras la crisis sub-prime.

Concha y Toro es la principal empresa vitivinícola del país. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 656.980 millones y una deuda financiera de \$ 391.575 millones.

BANCOS

La contracción de la actividad económica y el incremento de los niveles de incertidumbre podrían significar, por una parte, una disminución de los depósitos a plazos y cuentas vistas de personas que se mantienen en los bancos comerciales, y, por otra, un incremento en los niveles de morosidad de las colocaciones existentes, asociado al menor nivel de ingreso que tendrá el público en los períodos subsecuentes a la presente crisis.

No obstante, los bancos están sujetos a un fuerte marco normativo, que los ha llevado a mantener una cartera sana y con niveles de capitalización que les permitiría superar fuertes períodos de estrés financiero.

Además, la autoridad ha reconocido el carácter excepcional de la presente crisis, abriendo líneas para las instituciones financieras, y estableciendo incentivos para el crecimiento de las colocaciones, de manera que el crédito fluya hacia la economía y asegure el correcto funcionamiento de la cadena de pagos.

Más aún, una fortaleza del sector financiero bancario corresponde a la existencia del Banco Central, como prestamista de última instancia, y que ha mostrado niveles de proactividad para mantener la estabilidad del sistema financiero.

Banco Itaú Corpbanca

Se mantiene clasificación en "Categoría AA" (AA- bonos subordinados), pero se retira tendencia "Favorable" y se asigna tendencia "Estable"

(Depósitos a plazo, letras hipotecarias, bonos corrientes y bonos subordinados)

En opinión de la clasificadora, el Banco Itaú Corpbanca presenta una posición relevante dentro del sistema financiero, con una participación a diciembre de 2019 de aproximadamente 10,9% del total de colocaciones en Chile (y 4,5% en Colombia) y más de un millón de clientes.

Esta posición relevante en el mercado le significa la posibilidad de diversificar sus fuentes de ingreso, provenientes tanto de banca *retail* como corporativa.

El retiro de la tendencia "*Favorable*" obedece a que las condiciones del entorno económico han cambiado radicalmente desde la fecha en que se calificó la clasificación con dicha tendencia. No se puede descartar que el posible incremento en el desempleo significará una caída en el número de colocaciones, así como un incremento de la morosidad de la entidad, lo cual requerirá mayores provisiones (las cuales ya se venían incrementando, tanto por el castigo aplicado a créditos otorgados en el pasado, como por un aumento en la morosidad de todo el sistema financiero). Todo totalmente controlable por el banco.

No obstante, en caso de que empeore el escenario macroeconómico, no se descarta episodios de estrés financiero, lo que podría afectar la liquidez del sistema financiero, entre ellos, Itaú Corpbanca. Con todo, se estima que la autoridad monetaria actuaría en estos casos de estrés, dado el peligro sistémico que conllevan.

Itaú Corpbanca se posiciona como una banca universal con presencia en la actividad crediticia - banca corporativa, banca empresas y banca de personas- negocio de tesorería, administración de recursos de terceros (AGF) y, en general, la oferta de productos múltiples a su cartera de clientes.

A diciembre de 2019, Itaú Corpbanca presentaba un total de activos por US\$ 45.123 millones y colocaciones por US\$ 30.985 millones, las cuales correspondían aproximadamente un 67% a colocaciones comerciales, 21% a préstamos hipotecarios y 12,1% a créditos de consumo. Sus activos estaban financiados por US\$ 6.509 millones en obligaciones a la vista, US\$ 15.520 millones en depósitos a plazo, depósitos y otras captaciones a plazo, US\$ 3.535 millones adeudado a bancos, US\$ 14.965 millones corresponden a otros pasivos y US\$ 4.595 millones con patrimonio. Finalmente, durante el 2019, el banco registró un resultado final de US\$ 177 millones.

Banco BTG Pactual

Se mantiene clasificación en "Categoría A+" (A bonos subordinados), pero se retira tendencia "Favorable" y se asigna tendencia "Estable"

(Depósitos a plazo, bonos corrientes y bonos subordinados)

Banco BTG Pactual Chile es un banco cuya estrategia de negocio se basa en atender a clientes institucionales, grandes empresas y corporativas, clientes de altos patrimonios y banca empresas.

Se estima que, dado el perfil de negocios de este banco y su política de aprobación de créditos, no debería presentar incrementos relevantes en su morosidad. Además, se debe considerar que la administración tiene experiencia en manejo de eventos de estrés financiero. No obstante, El retiro de la tendencia "Favorable" obedece a que las condiciones del entorno económico han cambiado radicalmente desde la fecha en que se calificó la clasificación con dicha tendencia.

A diciembre de 2019, BTG Pactual presentaba un total de activos por US\$ 2.027 millones y colocaciones por US\$ 1.208 millones, la totalidad correspondiente a colocaciones comerciales. Sus activos estaban financiados por US\$ 95 millones en obligaciones a la vista, US\$ 1.064 millones en depósitos a plazo, depósitos y otras captaciones a plazo, US\$ 606 millones corresponden a otros pasivos y US\$ 263 millones con patrimonio. Finalmente, durante el 2019, el banco registró un resultado final de US\$ 49 millones.

Banco do Brasil

Se mantiene clasificación en "Categoría BBB+", con tendencia "Estable"

(depósitos a plazo)

Dado que el modelo de negocios del Banco do Brasil consiste en apoyar el comercio bilateral entre Chile y Brasil, correspondiendo, en definitiva, a una sucursal de la institución financiera que lleva el mismo nombre en Brasil. Por lo tanto, al no participar en la banca *retail*, no enfrentaría grandes problemas de morosidad y, en caso de tener créditos de mala calidad, su matriz en el pasado ha apoyado en las soluciones, de manera de no afectar los indicadores de riesgo de la sucursal chilena.

A diciembre de 2019, el Banco do Brasil presentaba un total de activos por US\$ 203 millones y colocaciones por US\$ 45 millones, la totalidad correspondiente a colocaciones comerciales. Sus activos estaban financiados por US\$ 4 millones en obligaciones a la vista, US\$ 166 millones en depósitos a plazo, depósitos y otras captaciones a plazo, US\$ 1 millones corresponden a otros pasivos y US\$ 31 millones con patrimonio. Finalmente, durante el 2019, el banco registró un resultado final de US\$ 167 mil.

CAJAS DE COMPENSACIÓN

En el marco de la crisis social de fines de 2019 y de la actual crisis por el coronavirus, es posible estimar un incremento de la morosidad de las cuentas por cobrar, básicamente de los trabajadores activos que pierdan sus empleos, así como caídas en la recaudación, debido, en algunos casos, a la menor capacidad operativa de los empleadores responsables de las transferencias (bajo porcentaje de empleados trabajando), y, en otros, por iliquidez de las empresas afiliadas a las cajas. Con todo, estas entidades han mostrado que su actividad, bien administrada, permite dar cabal cumplimiento a sus obligaciones (de hecho, una de ellas, si bien cayó en incumplimiento, finalmente está habilitada para devolver íntegramente las deudas, pese a la extensión del período de negociación con los acreedores y de formalización del acuerdo, lo que hace pensar que pudo ser apresurado por parte de algunos acreedores no haber refinanciado los pasivos en su debida oportunidad).

Caja 18 de Septiembre

*Se mantiene clasificación en "Categoría A-" con tendencia "Estable"
(una línea de bonos con series A y B)*

En opinión de la clasificadora, la Caja 18 de septiembre estaría en condiciones de soportar niveles relevantes de estrés financiero. Más aún, dado el pago de un crédito sindicado, la estructura de su bono no presenta amortizaciones importantes durante el presente año, más allá de los intereses y una amortización plenamente abordable por la institución (\$465 millones en julio 2020), por lo que se estima que no tendría inconvenientes en hacer frente a sus compromisos financieros.

Además, de acuerdo con los escenarios de estrés aplicados por *Humphreys*, aun en un escenario de caída severa de las colocaciones, esta institución tendría capacidad operativa para cubrir sus costos y gastos. Debe tenerse en consideración que parte de los créditos están dirigido a pensionados, con nulo o bajo riesgo de perder sus ingresos.

Con todo, post crisis de corto plazo, se espera un leve deterioro de sus estados financieros, que reflejen la caída abrupta en sus colocaciones (menores ingresos por intereses), un deterioro de las cuentas por cobrar (aumento de provisiones) y, tal vez, mayor endeudamiento. Sin embargo, se espera que las colocaciones se recuperen a futuro, aunque a un ritmo leve dado la mayor fragilidad de la economía.

CCAF 18 de Septiembre es una entidad de derecho privado, sin fines de lucro, cuyo objetivo es la administración de prestaciones de seguridad social, pudiendo efectuar todo tipo de actividades

que impliquen un beneficio social para sus afiliados. En términos de colocaciones crediticias o número de afiliados, es la cuarta caja de compensación de asignación familiar del sistema.

Al 30 de septiembre de 2019 tuvo ingresos por \$31.465 millones, colocaciones por crédito social de \$121.821 millones y una deuda financiera de \$101.952 millones.

Caja La Araucana

Se mantiene clasificación en "Categoría BBB-" con tendencia "Estable"

(cuatro líneas de bonos con series F, G, A y E, y línea de efectos de comercio)

La Caja La Araucana presenta un flujo de caja que le permitiría enfrentar los vencimientos en un escenario de proyección de la crisis de cuatro meses, incluso reduciendo en forma relevante su tasa de pago (recaudación de crédito sobre saldo adeudado). Cabe señalar que al 31 de diciembre la razón circulante era de 4,6 veces y que las cuentas por cobrar de corto plazo superaban en casi trece veces a la deuda financiera corriente.

Asimismo, el margen bruto que obtendría de la actividad crediticia, aun en un escenario de caída de las colocaciones, le permitiría solventar sus gastos operativos en este escenario de crisis por el coronavirus o, en su defecto, el déficit sería menor.

Pasada la crisis de corto plazo, es probable que se deterioren sus estados financieros, que reflejen la caída abrupta en sus colocaciones (menores ingresos por intereses), un deterioro de las cuentas por cobrar (aumento de provisiones) y, tal vez, mayor endeudamiento. Sin embargo, se espera que las colocaciones se recuperen a futuro, aunque a un ritmo leve dada la mayor fragilidad de la economía.

CCAF La Araucana es una entidad de derecho privado, sin fines de lucro, cuyo objetivo es la administración de prestaciones de seguridad social, pudiendo efectuar todo tipo de actividades que impliquen un beneficio social para sus afiliados. En términos de colocaciones crediticias o número de afiliados, es la segunda caja de compensación de asignación familiar del sistema.

Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$84.080 millones, colocaciones por crédito social de \$316.040 millones y una deuda financiera de \$361.778 millones.

Caja Los Andes

Se mantiene clasificación en "Categoría AA-" con tendencia "Estable"

(cuatro líneas de bonos con series L, Q, T, U, AA, AB, AC, AD, AE, AE, AF, AG, AH, V, W, X, Y, AI, AJ, AK, AM, AN AO, AP. Y línea de efectos de comercio)

Para Caja los Andes, producto del *shock* que se prevé para la economía, es esperable que en los próximos tres meses se produzca una baja en el nivel de ingresos (se reducen nuevas colocaciones) y una disminución en la recaudación de los créditos (mayor morosidad); sin embargo, ello no será impedimento para tener la liquidez necesaria para responder sus obligaciones y cubrir los gastos de administración y operación de la entidad.

Dada la alta relación entre *stock* de colocaciones y deuda financiera (bajo endeudamiento) y, por lo tanto, entre intereses percibidos e intereses pagados, la entidad está habilitada para resistir una baja en su nivel de actividad y deterioro en sus activos. Además, el riesgo de iliquidez y del impacto inmediato que provocará el coronavirus, se ve atenuado por el acceso de la Caja al mercado financiero y porque las empresas afiliadas, en un gran número de ellas, son corporaciones con elevada solvencia (menos riesgo de deterioro y de despido de trabajadores).

Todo lo anterior, si bien deterioran los resultados del emisor, no afectarán su viabilidad de largo plazo.

CCAF La Araucana es una entidad de derecho privado, sin fines de lucro, cuyo objetivo es la administración de prestaciones de seguridad social, pudiendo efectuar todo tipo de actividades que impliquen un beneficio social para sus afiliados. En términos de colocaciones crediticias o número de afiliados, es la principal caja de compensación de asignación familiar del sistema.

Al 30 de septiembre de 2019 tuvo ingresos por \$302.222 millones, colocaciones por crédito social de \$1.426.173 millones y una deuda financiera de \$1.025.587 millones.

DISTRIBUCIÓN DE GAS

En este sector se pueden distinguir dos segmentos, el residencial (principal en términos de aporte de flujos) y el comercial e industrial; el *shock* de corto plazo esperado por el coronavirus afectaría de distinta forma a cada uno de ellos. En el segmento residencial las empresas del rubro se verán menos perjudicadas dado que el gas es considerado un bien de primera necesidad lo que permitiría mantener relativamente estables sus niveles consumo (incluso podrían aumentar por la mayor permanencia de las familias en sus hogares). Para el sector comercial e industrial se espera una reducción del consumo por la menor actividad económica. Pasada la crisis de corto plazo (3-4 meses), se espera una normalización en la distribución y comercialización del producto.

Es posible esperar cierto deterioro en la recaudación de las empresas, pero este sería débil, en especial para aquellas con mayor venta al contado. Aquellas con venta al crédito deberán reforzar sus medios de pagos y los esfuerzos de pago (ello en un escenario con elevado ausentismo).

Con todo, tratándose de una crisis mundial, es importante que las empresas del sector mantengan la continuidad del abastecimiento; en el ámbito local, se espera que los canales de distribución estén en constante operación. En todo caso, se estima que las empresas cuentan con la capacidad logística para mantener la operación.

Empresas Lipigas

Se mantiene clasificación en "Categoría AA" con tendencia "Estable"

(cuatro líneas de bonos con series E, F y G)

La empresa mantiene una posición de liquidez muy sólida, considerando sólo su nivel de caja, cubriendo con esto, la totalidad de sus pasivos financieros de corto plazo. Además, cuenta con líneas de créditos disponibles con diversos bancos en Chile, Colombia y Perú.

En tanto, el negocio de distribución de gas residencial a granel podría ser intensivo en ventas las primeras semanas de la crisis, estabilizándose los meses próximos, dada la incertidumbre de la población para abastecerse de ciertos bienes de primera necesidad. Con todo, el abastecimiento al sector comercial (panadería, restaurantes, bares y otros) se vería fuertemente resentido (aunque el grueso del consumo es residencial).

La compañía ha tomado medidas para mantener sus canales de pago y de distribución en total funcionamiento lo que podría generar un acotado mayor nivel de gastos, sin embargo, dada la situación financiera de la compañía es posible enfrentarlos sin afectar su liquidez. Además, lo más probable es que ante un escenario de restricción al desplazamiento de la población sean autorizados a seguir operando (con restricciones). Pasada la crisis más inmediata, se espera una normalización del consumo.

Lipigas distribuye y comercializa gas licuado a clientes residenciales, comerciales e industriales, desde la XV Región de Arica y Parinacota a la XII Región de Magallanes. También distribuye gas natural en las ciudades de Calama, Osorno y Puerto Montt. La compañía, además, esta presente en Colombia y Perú.

A diciembre de 2019, sus ingresos alcanzaron \$ 492.869 millones y mantuvo una deuda financiera de \$ 204.104 millones (incluyendo arrendamientos financieros).

Empresas Gasco

Se mantiene clasificación en "Categoría A" con tendencia "Estable"

(tres líneas de bonos con series D, F1, F2, I y J. Y línea de efectos de comercio)

En opinión de la clasificadora, Gasco mantiene una liquidez adecuada para soportar el periodo de estrés aplicado por **Humphreys** de cuatro meses. Si bien no se esperan fuertes disminuciones en la demanda por gas a residenciales, si se podrían ver afectadas las ventas, principalmente, por la mayor dificultad de mantener en operación todos sus canales de distribución, donde, según informa la compañía, ha desarrollado medidas para reforzar este aspecto. Con todo, se estima que si se decreta prohibición de desplazamiento, el suministro sería permitido (con restricciones). Donde se espera una caída más fuerte es en establecimientos comerciales (pequeños).

Pasada la crisis más inmediata, se espera una normalización del consumo y del abastecimiento (por ser importado y tratarse de una crisis global, podría presentar problemas, pero administrables).

Adicionalmente, la compañía ha diversificado sus líneas de negocio, participando recientemente en proyectos eléctricos en base a GLP y paneles fotovoltaicos, lo que contribuye a una mayor estabilidad de sus flujos.

Empresas Gasco es una entidad que se define como una empresa de soluciones energéticas, así a su negocio tradicional de importación y ventas de gas licuado y gas natural, a nivel mayorista y minorista, se suma a su incursión, mediante asociaciones, al desarrollo de un terminal de GLP en Caldera y su participación en proyectos eléctricos en base a GLP.

A diciembre de 2019, sus ingresos alcanzaron \$ 331.517 millones y mantuvo una deuda financiera de \$ 214.844 millones (incluyendo arrendamientos financieros), los datos anteriores no consolidan a Gasmar.

Metrogas

*Se mantiene clasificación en "Categoría AA" con tendencia "Estable"
(bonos series B1, B2, D1, D2 y F. Y línea de efectos de comercio)*

Dada las características propias de la compañía, en cuanto a su generación de caja y acceso al crédito, la empresa estaría capacitada para soportar un *shock* económico de 3-4 meses.

Se espera que en la crisis de corto plazo se vea reducido fuertemente el consumo industrial y comercial, pero se mantenga, sino se acrecienta, la demanda residencial. En este caso no existe riesgo de distribución, pero al tratarse de ventas al crédito puede esperarse un aumento en la morosidad, pero transitoria, que se normalizaría en el segundo semestre.

Con todo, existe riesgo en su cadena de abastecimiento, dado que el gas comercializado es traído a Chile a través de barcos y regasificado en el terminal de Quintero, que podría, eventualmente, tener menor actividad si se generan problemas de logísticas a nivel mundial.

Metrogas distribuye gas natural en el mercado residencial, comercial e industrial de las regiones Metropolitana, O'Higgins y de Los Lagos. La plena operación del terminal de GNL en Quintero le permite a Metrogas obtener gas natural desde países como Trinidad y Tobago, Nigeria, Ginec Ecuatorial y Estados Unidos, entre otros.

A diciembre de 2019, sus ingresos alcanzaron \$ 413.006 millones y mantuvo una deuda financiera de \$ 243.355 millones.

EMPRESAS REGULADAS

Los efectos de la crisis (coronavirus) sobre la liquidez de las empresas reguladas—como concesiones sanitarias o empresas de transmisión eléctrica—es bastante acotada, dado la necesidad de mantener permanentemente el suministro de los servicios que proveen.

En el caso de las empresas sanitarias, si bien se espera una baja en la recaudación para los próximos meses, tanto por la dificultad para la lectura de los medidores (aunque se puede usar el promedio de los últimos meses) como por una menor propensión al pago por parte de los consumidores (es más, no se puede descartar acuerdo con la autoridad para postergar los cobros), la demanda segura para el largo plazo facilita el acceso de estas empresas para obtener financiamiento con el objeto de fortalecer su liquidez.

En cuanto a las empresas de transmisión eléctrica, las tarifas son determinadas en base al nivel de inversión efectuada, independiente del nivel de actividad. El esquema de cobranza es administrado por parte del Coordinador Nacional de Energía.

Aguas Nuevas

Se mantiene clasificación en "Categoría AA-" con tendencia "Estable"

(dos líneas de bonos con serie A)

La compañía corresponde al *holding* de las empresas sanitarias Aguas del Altiplano, Aguas Araucanía, Aguas Magallanes y con una participación en Aguas del Chañar. Además, posee una filial ligada al negocio de la generación de energía eléctrica. Frente a lo anterior la compañía posee empresas operativas con una elevada generación de flujo. Sin embargo, podría reducir su capacidad de cobranza de prolongarse o aumentar las medidas por parte de la autoridad sanitaria.

Al contrastar el flujo generado por las empresas operativas, se puede observar una gran holgura frente a las obligaciones del 2020, producto del plan de amortizaciones, esencialmente de largo plazo.

La empresa, en lo inmediato, sólo debe hacer frente al pago de intereses de su deuda, comenzando a amortizar a fines del presente año. Por su parte, las filiales operativas sólo pagan intereses semestrales en los próximos años.

En caso que en los primeros meses los ingresos de la compañía se redujeran más de lo esperado, tendría un adecuado acceso a financiamiento externo, ello por sus fortalezas internas que incluye los abultados fondos que las filiales deben recibir al término de sus respectivas concesiones por las inversiones efectuadas que no alcanzan a ser totalmente remuneradas.

Aguas Nuevas, a través de sus filiales, tiene por objeto principal la producción y distribución de agua potable, así como la recolección, disposición y tratamiento de aguas servidas en las localidades incluidas en las áreas de concesión de sus subsidiarias: Aguas del Altiplano (regiones de Arica-Parinacota y Tarapacá), Aguas Araucanía (Región de la Araucanía) y Aguas Magallanes (Región de Magallanes). Además, a partir de 2008, Aguas Nuevas crea la filial Enernuevas ligada al negocio de la generación eléctrica. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$ 174 millones y una deuda financiera de US\$ 392 millones.

Aguas del Altiplano

Se mantiene clasificación en "Categoría AA" con tendencia "Estable"

(dos líneas de bonos con serie A)

La empresa sanitaria posee una elevada capacidad de generación de flujos, lo que permitiría hacer frente a sus obligaciones financieras en los próximos meses; se presume que ante una baja excesiva en la recaudación de los próximos meses, la empresa es sujeto de crédito para apoyar su liquidez. Lo anterior se refuerza con la estructura de su deuda, la cual paga intereses de forma semestral y comienza a amortizar la deuda a fines del 2030.

Aguas del Altiplano es propiedad de la sociedad Aguas Nuevas y tiene por objeto principal la producción y distribución de agua potable, así como la recolección, disposición y tratamiento de aguas servidas en las localidades incluidas en el área de concesión, región de Arica y Parinacota y la de Tarapacá. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$ 74 millones y una deuda financiera de US\$ 95 millones.

Aguas Araucanía

Se mantiene clasificación en "Categoría AA" con tendencia "Estable"

(dos líneas de bonos con serie A)

La empresa sanitaria posee una elevada capacidad de generación de flujos, lo que permitiría hacer frente a sus obligaciones financieras en los próximos meses; se presume que ante una baja excesiva en la recaudación de los próximos meses, la empresa es sujeto de crédito para apoyar su liquidez. Lo anterior se refuerza con la estructura de su deuda, la cual paga intereses de forma semestral y comienza a amortizar la deuda a fines del 2030.

Aguas Araucanía es propiedad de la sociedad Aguas Nuevas y tiene por objeto principal la producción y distribución de agua potable, así como la recolección, disposición y tratamiento de aguas servidas en las localidades incluidas en el área de concesión, Región de la Araucanía. Al 31 de diciembre de 2019, tuvo ingresos por US\$ 74 millones y una deuda financiera de US\$ 86 millones.

Aguas de Antofagasta

Se mantiene clasificación en "Categoría AA-" con tendencia "Estable"

(dos líneas de bonos con series A, B y C)

Se prevé que la en los próximos 3-4 meses la recaudación podría disminuir, tanto en el negocio regulado como en el no regulado. En el primero, que representa un poco menos del 50% de los ingresos, la baja implicaría sólo postergación de los pagos; en el segundo sería producto de la disminución de la actividad de las empresas mineras. En ambos casos la recuperación sería rápida y segura (lo que facilita el financiamiento de la liquidez).

Si bien la empresa sanitaria no tiene bonos colocados a la fecha, se asume que una emisión tendría en consideración apoyar la liquidez de la compañía. Actualmente, su deuda financiera se encuentra distribuida en pagos semestrales de amortización e intereses hasta el año 2025 y con una elevada holgura para los próximos vencimientos considerando sólo los ingresos de los negocios regulados.

Aguas Antofagasta tiene como objeto único y exclusivo, mediante contrato de concesión, la explotación de los servicios públicos de producción y distribución de agua potable y de recolección y disposición de aguas servidas de la región de Antofagasta. La concesión sanitaria tiene vigencia hasta el año 2033. Junto a ello, la sociedad mantiene como actividad operativa el suministro y abastecimiento de agua a las empresas mineras ubicada en la región. Al 31 de diciembre de 2019, tuvo ingresos por US\$ 154 millones y una deuda financiera de US\$ 418 millones.

Celeo Redes Operación Chile

Se mantiene clasificación en "Categoría AA-" con tendencia "Estable"

(una línea de bonos con serie A)

Debido a la disposición legal, la compañía recibe un flujo estable por la remuneración de los activos que posee para la transmisión de energía eléctrica. Si bien la estructura de deuda actual de la compañía tiene pagos semestrales, estos debieran de mantener la holgura para el presente año. Bajo el caso hipotético que hubiese retraso en los pagos, la seguridad legal de los mismos facilita el acceso a financiamiento.

Celeo Redes es una empresa de transmisión eléctrica que, mediante sociedades de propósito especial, opera con un total de 506 kilómetros de líneas de transmisión en voltajes de entre 220 kV y 500 kV conectadas a cinco subestaciones, más 498 kilómetros de líneas en etapa de construcción. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$ 50 millones y una deuda financiera de US\$ 558 millones.

Transelec

Se mantiene clasificación en "Categoría AA" con tendencia "Estable"

(seis líneas de bonos con series D, H, K, M, N y Q)

Transelec posee flujos estables por la naturaleza de su negocio, los cuales no depende del volumen de energía transmitida, sino que se determinan como una rentabilidad sobre sus activos dispuestos para este propósito. Por otro lado, la estructura de deuda de la compañía contempla pagos de intereses semestrales y pago del principal al vencimiento, por lo que durante el 2020 sólo pagaría intereses (primer pago del principal es en 2023). Por otra parte, a la fecha, la sociedad presenta una buena posición en cuanto liquidez.

Además, la compañía, dada su historia y lo demostrado en los hechos, posee un buen acceso a financiamiento, el cual, junto a su holgada posición de liquidez, la habilita para hacer frente a sus obligaciones ante cualquier evento extremo, pero poco probable, que no le permita recibir los ingresos generados (si bien podrían producirse retrasos en los pagos a los que tiene derecho la sociedad, se estima que serían montos administrables por el emisor).

Transelec es una empresa de transmisión eléctrica que opera con un total de 9.672 kilómetros de líneas de transmisión simple y doble circuito en voltajes de entre 66 kV y 500 kV conectadas a 61 subestaciones. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$ 506 millones y una deuda financiera de US \$2.082 millones.

SECTOR COMUNICACIONES

A juicio de *Humphreys* la actividad de este sector no se vería comprometida, dado que la restricción o prohibición de desplazamiento de la población no afecta el uso del servicio, al contrario, lo incentiva. La recaudación podría resentirse (por pagos presenciales), pero siempre

existe la posibilidad de fomentar los medios de pago a distancia. Además, ante incumplimientos de los clientes, la empresa tiene la facultad de suspender el servicio.

En todo caso, en los próximos meses se resentirían las nuevas ventas (entre ella pre-pago), pero sólo las relacionadas con aquella demanda que hace uso de sucursales. Por otra parte, las restricciones al desplazamiento acrecentarían las necesidades de intercomunicación.

Telecomunicaciones, si no se ve favorecido por la coyuntura, se espera que sea levemente afectado.

América Móvil

*Se mantiene clasificación en Categoría AA+ con tendencia Estable
(una línea de bonos con serie D)*

La empresa mantiene una posición financiera muy sólida, la cual le ha permitido tener negocios en diversos países y sostener una relación deuda financiera sobre ebitda de 2,4 veces a diciembre de 2019.

En cuanto a la crisis sanitaria, a juicio de la clasificadora no se estiman grandes contracciones en las generaciones de flujos de las empresas de este sector, debido que el servicio de las telecomunicaciones ha tomado cada vez más relevancia en la sociedad y se estima que es un servicio fundamental para el desarrollo de la actividad económica mundial. Además, es un servicio que, dado la contingencia de la crisis sanitaria y el teletrabajo, debería tomar más importancia. Todo lo anterior asociado que la empresa puede suspender el servicio a sus clientes en caso de no pago (y todo ello, facilita el acceso a financiamiento en caso de problemas coyunturales de liquidez).

América Móvil es una empresa que presta servicios de telecomunicaciones en más de 25 países bajo diversas marcas, en el caso de Chile está posicionada bajo la marca Claro, los productos que ofrece a través de Claro son telefonía móvil, telefonía fija, internet y tv cable, los cuales son comercializados tanto a personas como a empresas.

A diciembre de 2019, sus ingresos alcanzaron US\$ 53.490 millones y mantuvo una deuda financiera de US\$ 39.552 millones (incluyendo arrendamientos financieros).

SECTOR CONSTRUCCIÓN, MATERIALES PARA LA CONSTRUCCIÓN E INMOBILIARIAS

El sector construcción será altamente sensible a la crisis de corto plazo por cuanto sus actividades en operación se ralentizarán fuertemente producto de las restricciones y prohibiciones a la circulación (ausentismo y paralización de obras), como también por la mayor dificultad en el suministro de materiales; todo lo cual conllevará a mayores costos y plazos de ejecución (más allá que será por un problema de fuerza mayor). Asimismo, salvo excepciones, se estima muy poco probable el inicio de nuevas obras en los próximos tres meses. Dado ello, también es de importancia el *shock* para los proveedores del sector. Con todo, post crisis de corto plazo, se

espera que las políticas públicas apoyen la actividad de la industria; en contraposición, se espera que la inversión privada sea baja.

Por su parte, el sector inmobiliario se afectará por una fuerte disminución en las ventas y por un desfase en el inventario de viviendas terminadas (por interrupción en las obras). Volviendo a una mayor normalidad, se espera que la velocidad de ventas pierda dinamismo producto de un mayor desempleo y mayores restricciones de los bancos para el otorgamiento de créditos para la adquisición de viviendas.

Echeverría Izquierdo

*Se mantiene clasificación en "Categoría BBB+" con tendencia "Estable"
(una línea de bonos con serie A)*

Echeverría Izquierdo presenta una elevada disponibilidad de caja para hacer frente al eventual *shock* esperado para los próximos meses, situación que se consolida aún más si incluye las líneas disponibles con el sistema bancario (aun cuando hubiese reducción en algunas posiciones).

Cabe señalar que parte importante de los pagos de los créditos bancarios están asociados a entrega de obras (área construcción) o de venta de casas (área inmobiliaria), por lo tanto, es factible esperar que la interrupción de faenas sólo traiga consigo un mayor costo financiero, pero no la exigibilidad inmediata de las deudas (por lo demás, parece evidente que la excepcionalidad de la coyuntura actual califica de fuerza mayor). Los márgenes de la empresa permitirían asumir el incremento en el interés pagado, pero, obviamente, reducirían las utilidades.

Para el período comprendido entre el segundo semestre de 2020 y diciembre 2021, dada que la economía continuará con un bajo crecimiento, se espera escaso dinamismo en la inversión, lo que afecta negativamente el negocio de Echeverría Izquierdo; sin embargo, la empresa se verá beneficiada por la actividad en obras públicas. Por otra parte, debido a la sensibilidad del sector, como un todo, a las crisis económicas, la empresa, desde una perspectiva financiera, podría mejorar su posición relativa dentro de su industria, lo que implica que en términos comparativos gozaría de mayor y mejor acceso a las fuentes de financiamiento. Agréguese, que el menor nivel de ocupación laboral permitirá al sector disponer de una amplia mano de obra, elemento no menor en un rubro en donde las remuneraciones son importantes.

En cuanto al negocio inmobiliario, si bien, lo más probable es que se verá resentido y con menores márgenes, sería de menor impacto para el emisor.

Echeverría Izquierdo es una compañía de ingeniería, construcción e inmobiliaria. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 309.302 millones y una deuda financiera de \$ 138.967 millones.

Moller & Pérez-Cotapos

Se mantiene clasificación en "Categoría BBB+". Tendencia cambia de "Estable" a "Desfavorable" (dos líneas de bonos)

La empresa presenta una liquidez aceptable para enfrentar el *shock* económico y de liquidez que provocará la crisis del coronavirus. No obstante, la compañía concentra sus pasivos en el corto plazo, lo que limita su flexibilidad financiera (al 31 de diciembre su razón circulante era de 0,84 veces).

Cabe señalar que la sociedad aún no ha colocado bonos (línea en proceso de inscripción), pero se presume que la emisión permitiría mejorar la liquidez de la inmobiliaria. Además, parte de la deuda bancaria se paga al momento de la venta de las viviendas terminadas (propio del negocio inmobiliario); pero implicaría mayor cargo por gastos financieros.

Con todo, la tendencia "*Desfavorable*" responde al hecho que la crisis implicará, en lo inmediato, una caída abrupta en la venta de vivienda, y, posteriormente, una ralentización en la rotación de inventario, por cuanto se debilitará económicamente la demanda y se restringirá el acceso al crédito. A ello, se agrega que estos tres meses atrasarán la entrega de viviendas actualmente en proceso de construcción. Con todo, el área de construcción a terceros, conformado por hospitales públicos, no se vería afectada por la pandemia.

La tendencia "*Desfavorable*" podría revertirse si los hechos muestran que la velocidad de venta de vivienda se recupera rápidamente o, en su defecto, no afecta significativamente el balance de la sociedad inmobiliaria.

Moller & Pérez-Cotapos es una compañía de construcción de obras civiles y de edificaciones inmobiliarias. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 156.222 millones y una deuda financiera de \$ 200.953 millones.

Cementos Bío Bío

Se mantiene clasificación en "Categoría A". Tendencia se modifica de "Favorable" a "Estable" (cinco líneas de bonos)

La empresa presenta una aceptable posición de liquidez para enfrentar una eventual contracción de negocios en los próximos 3-4 meses, considerando la disposición de caja, las líneas con el sistema financiero y que la empresa no tiene amortizaciones en el corto plazo.

Sin perjuicio de lo anterior, la tendencia cambia a "*Estable*" por cuanto se estima poco probable que la empresa logre mejorar su desempeño considerando la caída en las ventas que se espera para los próximos meses, seguido de un período de bajo dinamismo económico que debiera afectar los despachos de cementos (atenuado por una política activa en obras públicas). Con todo, la empresa mantendrá su elevado nivel de solvencia, con un negocio de venta de cal que debiera mantener, sino acrecentar, el dinamismo de los últimos años. En caso de que la empresa recuperara rápidamente niveles de venta y rentabilidad, asimilable al observado los últimos años, podría revisarse la calificación de la tendencia.

Cementos Bío Bío es una compañía del sector industrial y minero con participación relevante en el mercado de cemento, cal, hormigón y áridos. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 263.182 millones y una deuda financiera (incluyendo arrendamientos) de \$ 108.894 millones.

SOCIEDADES CONCESIONARIAS

En una primera etapa (tres o cuatro primeros meses), las concesionarias de autopistas verán afectado severamente su tráfico y, por ende, sus ingresos; en los meses siguientes se espera una recuperación lenta, para posteriormente alcanzar la normalización. En contraposición, el menor tráfico reducirá las necesidades de inversión, liberando flujos para el emisor (pero distantes de los menores montos por la baja en el cobro de peaje). Asimismo, en las autopistas que operan con el mecanismo de flujo-libre (free-flow) experimentarían un aumento en la morosidad.

En esta oportunidad el análisis se enfoca en las concesiones viales por cuanto las concesiones hospitalarias tienen una estructura de ingresos asociada, en lo fundamental, a pagos fijos por parte del Estado, como es el caso de Sociedad Concesionaria Salud Siglo XXI que opera el hospital de la ciudad de Antofagasta y se mantiene su clasificación en "Categoría AAA" para la serie A y "Categoría AA" para la serie B, ambas con tendencia *Estable*.

Costanera Norte

Se mantiene clasificación en "Categoría AAA" con tendencia "Estable"

(bonos serie B1 y B2)

Producto de la estructuración de la deuda, la concesionaria debe mantener en cuenta de reserva el pago de los próximos dos cupones, por ello ya está provisionado el correspondiente al del mes de junio de 2020. Por lo demás, la liquidez de la compañía excede con creces dicho vencimiento.

Por otra parte, la concesionaria posee una elevada capacidad de generación de flujos netos (en tiempos normales los gastos de administración representan alrededor del 2% de los ingresos, mientras que el margen operacional es cercano al 80%); por lo tanto, aun ante caída abrupta de sus ingresos, por ejemplo 50% en un semestre, éstos por sí sólo fuesen suficientes para cubrir los gastos de la operación y servir la deuda.

Posterior a la crisis más inmediata, se espera una recuperación lenta en los primeros meses, para normalizarse en 2021. En opinión de *Humphreys*, la baja de excedentes esperada no debilita el pago de los bonos como para ameritar un cambio de clasificación, dados los supuestos utilizados.

Costanera Norte es una sociedad cuyo objeto es la construcción, mejoramiento, reparación, conservación, ampliación, remodelación, mantenimiento, administración y explotación de la obra pública por peaje de la red urbana de la Región Metropolitana denominada Sistema Oriente - Poniente. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$174 millones y una deuda financiera de US\$585 millones.

Autopista Central

Se mantiene clasificación en "Categoría AA+" con tendencia "Estable"
(bonos series A1 y A2)

La sociedad concesionaria posee una estructura que permite mantener una elevada liquidez para hacer frente a los pagos de deuda para los próximos meses. La capacidad de generar flujos se mantiene considerando los niveles de morosidad que podrían presentar en los próximos meses frente al contexto actual con un nivel considerable de holgura.

Cabe considerar que, en tiempos normales, el flujo de efectivo por actividades operativas de la sociedad es en torno a los \$ 60 mil millones semestrales, y los vencimientos del orden \$ 20 mil millones, lo que muestra que existe la capacidad para resistir bajas abruptas en el tráfico de vehículos; ello sin considerar la elevada liquidez que muestran los balances.

Autopista Central es una sociedad anónima cerrada cuyo objeto es la construcción, mantención, explotación y operación de la Concesión Internacional Sistema Norte - Sur y que incluye las Avenidas Norte Sur y General Velásquez, las que totalizan 61,91 km de carreteras. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$ 283 millones y una deuda financiera de US\$ 602 millones.

Vespucio Norte Express

Se mantiene clasificación en "Categoría AA-" con tendencia "Estable"
(una línea de bonos con series A1 y A2)

La sociedad concesionaria mantiene recursos reservas que asegura el pago de los dos próximos cupones semestrales. Para el segundo semestre, los flujos de la concesionaria podrían verse fuertemente resentido y aun así cubrir el pago de la deuda (por ejemplo, asumiendo que se mantiene en un 70% de lo que se presupuestó inicialmente). Para los años siguientes, se estima que se recupere el tráfico normal.

Vespucio Norte Express es una sociedad anónima cerrada cuyo objetivo es la ejecución, reparación, conservación, mantención, explotación y operación de la obra pública fiscal denominada Sistema Américo Vespucio Nor-Poniente, Avda. El Salto - Ruta 78. Esta obra vial tiene una extensión de aproximadamente 29 Kilómetros y está ubicada en la zona norte de la ciudad de Santiago. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$137 millones y una deuda financiera de US\$ 440 millones.

Nueva Vespucio Sur

Se mantiene clasificación en "Categoría AA" con tendencia "Estable"
(una línea de bonos con series A1 y A2)

Nueva Vespucio Sur cuenta con la liquidez muy elevada para hacer frente al servicio de la deuda, incluso excede la cuenta de reserva para ese fin. Por otro lado, pasado la crisis más inmediata, la sociedad concesionaria podría soportar caídas de sus ingresos cercanas al 50% y continuar con el pago de los próximos cupones (pero lo supuesto de **Humphreys** es que en el segundo semestre

comienza progresivamente la normalización del tráfico, para tener un 2021 dentro de lo esperado inicialmente).

Nueva Vespucio Sur es una sociedad propietaria de la concesión en la zona suroriente de Santiago, la que opera el actual trazado de la Circunvalación Américo Vespucio entre Avenida Grecia y la Ruta 78, con 23,5 km de extensión. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$ 113 millones y una deuda financiera de US\$ 220 millones.

Ruta del Maipo

Se mantiene clasificación en "Categoría A+" con tendencia "Estable"

(una línea de bonos con series C, D, E y F)

Ruta del Maipo contaría con la liquidez suficiente para hacer frente al pago de la deuda considerando que su estructura financiera obliga a mantener reservas para el pago del cupón (ello permite soportar la crisis de los próximos meses, que se estima más aguda). Por otro lado, los proyectos que se encuentra desarrollando la sociedad concesionaria están fondeados desde la emisión de las últimas series de bonos, por lo que no se ve expuesta a variaciones en tasa que reduzcan la rentabilidad de éstos.

Ruta del Maipo tiene a cargo la concesión vial denominada Concesión Internacional Ruta 5 Tramo Santiago Talca y Acceso Sur a Santiago entre acceso Sur a Santiago y el *By-Pass* Rancagua, con 190 km de extensión. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$97 y una deuda financiera de US\$1.127 millones, la que incluye lo adeudado al MOP.

Vías Chile

Se mantiene clasificación en "Categoría AA" con tendencia "Estable"

(dos líneas de bonos con series B y A)

En opinión de *Humphreys*, Vías Chile mantendría la capacidad de hacer frente a sus obligaciones financieras ante la reducción de los flujos provenientes de las sociedades concesionarias operativas. Si bien gran parte de los flujos provienen de Autopista Central, Vías Chile posee otras concesionarias que pueden aportar a los recursos necesarios, incluso si es que éstos cayeran drásticamente por los próximos meses.

Vías Chile es un *holding* que controla seis concesiones en Chile: Autopista Central, Rutas del Pacífico, Autopista Los Libertadores, Autopista del Sol, Rutas del Elqui y Autopista Los Andes, de las cuales cinco son interurbanas y una urbana, siendo esta última la de mayor tráfico de la región. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$ 569 y una deuda financiera de US\$ 1.757 millones.

Brookfield Infraestructura Holdings Chile I (BAIH I)

Se mantiene clasificación en "Categoría A+". Tendencia cambia de "Estable" a En Observación"
(una línea de bonos con serie A)

En opinión de la clasificadora, de extenderse o aumentar las medidas tomadas por las autoridades sanitaria más allá del escenario base utilizado por la clasificadora (3-4 meses con restricciones, algunas solo parciales), la repercusión en las utilidades de las filiales de BAIH I, sociedades concesionarias operativas, disminuirían la capacidad de dividendo de éstas y, por lo tanto, ajustarían la generación de flujos de la matriz y, por ende, su liquidez y capacidad de pago.

La tendencia "En Observación" responde que la crisis podría deteriorar la posición de liquidez de las filiales y, con ello, limitarse el reparto de dividendos.

BAIH Chile, es una corporación que, indirectamente, controla el 100% de las sociedades concesionarias Autopista Vespucio Norte Express y Túnel San Cristóbal. A la fecha no hay estados financieros disponibles. El bono se colocó el 28 de enero de 2020.

Infraestructura Alpha

Se mantiene clasificación en "Categoría A" con tendencia "Estable"
(una línea de bonos con serie A)

La sociedad cuenta con la liquidez suficiente para hacer frente a los próximos vencimientos de sus obligaciones financieras, independiente de la distribución de dividendos por parte de Brookfield Infraestructura Holdings Chile I.

A futuro, considerando los supuestos con que opera la clasificadora (normalización del tráfico en 2021), se espera que la empresa reciba los dividendos proyectados; de no ser así (o de visualizarse tal opción) podría revisarse la clasificación de riesgo.

Infraestructura Alpha es una sociedad controlada por Frontal Trust Infraestructura Alpha Fondo de Inversión (70%) que adquirió a principios de febrero de 2019 el 33% de Brookfield Americas Infraestructura Holdings Chile I S.A., *holding* que, a su vez, controla el 100% de las sociedades concesionarias Autopista Vespucio Norte Express y Túnel San Cristóbal. A la fecha no hay estados financieros disponibles. El bono se colocó el 14 de febrero de 2020.

La concesionaria tiene la capacidad de mantener la generación de flujo, gestionando las tarifas dependiendo del nivel de tráfico y elasticidad de la demanda presentada para el tramo que opera. Por otro lado, la estructura de deuda paga intereses y amortizaciones de forma semestral, permitiría reducciones en los ingresos por hasta un 20% y aun así cumplir con sus compromisos. Pero, por sobre todo, los Ingresos Mínimos Garantizados con los que cuenta esta concesión serían suficientes para hacer frente a los próximos cupones.

Ruta del Algarrobo tiene a su cargo la concesión vial denominada Concesión Ruta 5 Tramos La Serena - Vallenar, con una longitud aproximada de 187 km desde La Serena hasta el acceso a la localidad de Domeyko. A junio de 2019 tuvo ingresos por US\$ 3,6 millones y una deuda financiera de US\$ 271 millones y a enero de 2020 colocó UF 9,3 millones.

Ruta del Limarí

Se mantiene clasificación en “Categoría A+” con tendencia “Estable”

(una línea de bonos)

La sociedad concesionaria posee ingresos con un elevado componente de seguridad dado que recibe un subsidio fijo por parte del Estado correspondiente a la inversión en infraestructura ya realizada, reduciendo así cualquier complicación que pueda tener frente a sus obligaciones ante caídas elevadas del tráfico o problemas operativos en la recaudación de los peajes. A la fecha, Ruta del Limarí cuenta con una línea inscrita, pero sin bonos colocados.

Ruta del Limarí tiene a su cargo la concesión vial denominada Concesión Mejoramiento y Conservación de la Ruta 43 de la Región de Coquimbo, con una longitud de aproximadamente 86 km desde la ciudad de Coquimbo hasta la ciudad de Ovalle. Al 30 de junio tuvo ingresos por US\$ 5,2 millones y una deuda financiera de US\$ 205 millones y tiene inscrita una línea de bonos por hasta UF 6,8 millones.

TRANSPORTE Y LOGÍSTICA

En los primeros meses de la crisis el sector transporte se verá fuertemente contraído, principalmente por una aguda disminución en el tráfico de pasajeros y, en menor medida, pero siempre importante, por una baja de la carga transportada; esta situación es aplicable tanto para el tráfico nacional como internacional. En la segunda fase, post crisis inmediata, se espera una recuperación lenta, particularmente en lo referido al transporte de pasajeros internacionales.

El negocio de logística está en gran parte asociado al transporte de carga, tanto nacional como internacional, por lo tanto, se puede esperar un comportamiento similar en la actividad.

Empresa de Ferrocarriles del Estado

Se mantiene clasificación en “Categoría AAA” con tendencia “Estable”

(seis líneas de bonos con series G, H, I, J, K, L, M, N, O, P, Q, R, S, T, V, X, Z, AB, AC y AD)

En opinión de la clasificadora, EFE presentará una severa caída de sus ingresos debido a la crisis sanitaria vivida en el país (disminución abrupta del tráfico), lo que repercutirá de forma significativa en su generación de flujo y niveles de rentabilidad, los cuales en tiempos normales ya son reducidos en relación con el volumen de sus obligaciones.

Sin embargo, la clasificación de los bonos se mantiene en “Categoría AAA” por cuanto los títulos de deuda cuentan con garantía estatal (Estado se constituye como codeudor solidario).

Empresas de Ferrocarriles del Estado es una empresa dedicada al transporte de pasajeros y carga, además del desarrollo y gestión de la infraestructura ferroviaria. Al 30 de septiembre de 2019 la compañía obtuvo ingresos por \$ 66.040 millones y una deuda financiera que asciende a \$ 1.404.376 millones.

Empresa de Transporte de Pasajeros Metro S.A

Se mantiene clasificación en "Categoría AAA" bonos con garantía estatal y "Categoría AA+" a bonos sin garantía estatal con tendencia "Estable"

(cuatro líneas de bonos con series A, B, C, D, E, F, G, H, I, J, K, L y M)

En opinión de la clasificadora, Metro producto de la crisis sanitaria presentará una fuerte caída en sus ingresos consecuencia de la baja pronunciada en el transporte de personas, el que a septiembre de 2019 representa el 83% de los ingresos de la compañía. Esta fuerte caída en los ingresos producirá una contracción importante en los flujos de la operación de Metro.

A juicio de la clasificadora, si bien la empresa dispone de una liquidez no menor, la situación del emisor no es alentadora por cuanto se espera que la baja en el tráfico de pasajero continúe por un tiempo prolongado, aunque no tan pronunciada como en una primera etapa. Con todo, **Humphreys** sostiene que, dada la importancia del Metro para el funcionamiento de la Región Metropolitana y por su carácter estatal, la autoridad mantendrá el soporte que siempre le ha dado a la compañía, soporte que es conocido por el mercado. Esto último permite a la empresa a resolver eventuales problemas de liquidez.

Empresa de Transporte de Pasajeros Metro S.A es una empresa dedicada al transporte de pasajeros en la Región Metropolitana. Al 31 de diciembre de 2019 presenta ingresos por \$ 416.324 millones y una deuda financiera por \$ 2.226.185 millones.

Grupo de Empresas Navieras S.A

Se mantiene clasificación en "Categoría A-" con tendencia "Estable"

(dos líneas de bonos con series A, B y C)

Grupo de Empresas (GEN) participa en el negocio logístico (Agunsa) e indirectamente en el negocio de transporte (arriendo de barcos); además del servicio portuario. La empresa presenta una sólida posición de liquidez para enfrentar un escenario de fuerte baja en sus ingresos, tanto por su tenencia en caja como por la disponibilidad de líneas con los bancos.

Otro elemento que favorece la liquidez del grupo tiene relación con que parte importante de sus ingresos están dado por contratos de servicios con una empresa de elevada solvencia, en donde se incluye el arrendamiento de naves.

Post crisis, si bien el nivel de actividad de la compañía no será inmune al débil crecimiento económico local y mundial, estimamos que no tendría variaciones significativas.

Grupo de Empresas Navieras es un holding que se compone de empresas filiales que se dedican principalmente al servicio portuario, armatorial y de logística. A septiembre de 2019 presenta ingresos por US\$ 481 millones y una deuda financiera por US\$ 574 millones.

Sociedad Matriz SAAM

Se mantiene clasificación en "Categoría AA-" con tendencia "Estable"

(dos líneas de bonos con series B y C)

La empresa, considerando sólo su disponible, presenta una situación muy holgada en cuanto a liquidez, la cual se acrecienta si se considera las líneas bancarias disponibles. Además, los vencimientos de su deuda se concentran a más de cinco años.

Pasada la crisis más inmediata, la actividad de la empresa iría repuntando a medida que se estabiliza el comercio y la economía.

Sociedad Matriz SAAM S.A. es una empresa que presta servicios al comercio internacional a través de tres áreas de negocio que son remolcadores, puertos y logística, con presencia en 12 países de América. Al 31 de diciembre de 2019 presenta ingresos por US\$ 529,8 millones y una deuda financiera de US\$ 580,8 millones.

INDUSTRIA INMOBILIARIA

Las compañías inmobiliarias enfocadas a rentas—como centros comerciales, edificios de oficinas, residenciales y loteos industriales—podrían verse afectados por una disminución coyuntural en los niveles de recaudación, básicamente por los problemas de iliquidez que atravesará el mercado; con todo, se trata de un riesgo acotado (dependiendo de cada caso) por la importancia relativa de los arrendatarios solventes (*rating* BBB o más). Dado que los cánones de arriendo son esencialmente fijos, el sector no se verá muy perjudicado por la disminución de la actividad, en particular por las medidas tomadas por la autoridad en cuanto restringir el desplazamiento de las personas y/o prohibir la apertura de centros comerciales.

Pasado la crisis más inmediata, tres o cuatro meses, tanto en la renta comercial como residencial podría observarse una baja en las tarifas de arriendo o un alza en los niveles de desocupación.

Cencosud Shopping

Se mantiene clasificación en "Categoría AA+" con tendencia "Estable"

(dos líneas de bonos con series A, C, B, D y E)

En opinión de la clasificadora, Cencosud Shopping presenta una adecuada posición para enfrentar la crisis de corto plazo, ello producto de una combinación de su posición de liquidez, de la ausencia de amortizaciones de la deuda (paga sólo intereses) y del hecho que un porcentaje no menor de los espacios ocupados están destinados al arriendo de locales sin obligación de cierre (supermercados, farmacias y con atención hacia el exterior, entre otros), los que representan cerca del 50% del GLA de la compañía. Según estimaciones de *Humphreys*, la empresa responderá adecuadamente a sus obligaciones, incluso ante una fuerte disminución en los ingresos, tanto por las dificultades financiera que pueden presentar sus arrendatarios, como por los cierres de centros que establezca la autoridad.

Considerando las medidas tomadas ante el Covid-19, una vez que se controle la pandemia, se esperaría una disminución en la demanda por inmuebles comerciales, lo cual conllevaría una baja en los precios de los arriendos o, en su defecto, un alza en los niveles de vacancia. No obstante, dado el horizonte de tiempo para los vencimientos de la deuda, se estima que para esa fecha sería factible asumir una recuperación en los flujos de largos plazos (asumiendo que se produce la baja).

Cencosud Shopping es una sociedad perteneciente al grupo Cencosud creada con el fin de desarrollar, construir, administrar, gestionar, explotar y arrendar locales y espacios en centros comerciales del tipo "Mall" y oficinas. Dentro de su rubro opera diez centros comerciales y 23 power centers en Chile. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$ 306 millones y una deuda financiera de US\$ 737 millones.

Plaza

Se mantiene clasificación en "Categoría AA+" con tendencia "Estable"

(siete líneas de bonos con series D, C, E, P, H, K, L, M y N. Y línea de efectos de comercio)

Plaza, dada su situación de liquidez, estructura de vencimientos y capacidad de acceso a financiamiento (por su categoría de riesgo y la disponibilidad de activos susceptibles de *leaseback* o de ser entregados en garantías) está altamente capacitada para enfrentar períodos de iliquidez, incluso más prolongado a los supuestos utilizados en el análisis de estrés de la clasificadora.

Si bien pasada la crisis más inmediata, es probable que el debilitamiento de la economía conlleve a presionar a la baja los precios de arriendo (gran parte de los clientes estarán con una situación financiera menos sólida), no se puede desconocer que la administración ha dado prueba para adaptar los centros comerciales a las necesidades y realidad de los visitantes, tanto en épocas recesivas (crisis *subprime*) como por los cambios en el gusto que se van sucediendo en el tiempo.

Plaza es un grupo con cerca de 30 años de experiencia en la industria de centros comerciales del tipo *mall*, a través de la construcción, el desarrollo, la operación y la administración de estos. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$ 413 millones y una deuda financiera de US\$ 1.194 millones.

Fondo de Inversión Asset Rentas Residenciales

Se mantiene clasificación en "Categoría A+" Tendencia "Estable"

(una línea de bonos con serie A)

Si bien, dada la coyuntura actual, los niveles de recaudación del fondo podrían verse resentidos (renta de inmuebles residenciales), éste dispone de una holgada liquidez para cumplir cabalmente con sus compromisos de corto plazo. Cabe señalar que el escenario base de la clasificadora supone una baja en las recaudaciones para los próximos cuatro meses, parte de la cual podría ser recuperada en los meses siguientes.

Superada la crisis más de corto plazo provocada por el Covid-19, se espera que a nivel global exista una presión a la baja en el precio de los arriendos residenciales y/o un aumento en los niveles de vacancia; con todo, considerando las características de los inmuebles arrendados por Asset, en cuanto a ubicación y tarifas, es posible presuponer que se podría beneficiar por clientes que busquen inmuebles con canon de arriendo menos onerosos (desplazamiento de la demanda).

Fondo de Inversión Asset Rentas Residenciales es un fondo administrado por Asset AGF y constituido con el propósito de invertir en sociedades que participen, directo o indirectamente en la adquisición y renta de bienes raíces en Chile con fines mayoritariamente habitacionales. Al 30 de septiembre de 2019 tuvo ingresos por US\$ 7,5 millones y posteriormente, en octubre de 2019, una deuda financiera de US\$ 34 millones.

BTG Pactual Renta Comercial Fondo de Inversión:

*Se mantiene clasificación en "Categoría AA" con tendencia "Estable"
(una línea de bonos con serie A y B)*

El Fondo administrado por BTG Pactual AGF presenta una muy buena liquidez para enfrentar un período crítico en los próximos meses, ello en atención al disponible que mantiene el fondo y sus filiales inmobiliarias, lo que se refuerza por la línea bancaria disponible y no utilizada.

Por otra parte, se estima que la propensión a la baja en los arriendos es acotada considerando que un porcentaje no menor de ellos corresponden a supermercados, farmacias y oficinas (que, dado el perfil de los arrendatarios, se presume un aumento en la mora comparativamente moderada). Agregado a que no hay amortización del bono, sólo pago de intereses semestrales.

Asimismo, si bien **Humphreys** espera una baja en los niveles de ingresos del fondo, consecuencia de tarifas de arriendo más reducidas (baja en la demanda por inmuebles), no estima que ello afecte la clasificación de riesgo, sobretodo considerando que dicho descenso podría ser revertido en el mediano plazo, antes del vencimiento del fondo (también se considera la diversificación de inmuebles que administra el fondo).

BTG Pactual Renta Comercial Fondo de Inversión es administrado por BTG Pactual AGF y constituido con el propósito de invertir en todo tipo de negocios inmobiliarios destinados a la renta no habitacional, principalmente en Chile, a través de la inversión en acciones y otros valores emitidos por sociedades por acciones o sociedades anónimas, sean cerradas o abiertas. Sin perjuicio de lo anterior, y en menor medida, el fondo podrá invertir en los referidos negocios en Perú y Colombia. Al 30 de septiembre de 2019 tuvo ingresos por US\$ 29 millones y una deuda financiera de US\$ 96 millones.

Inmobiliaria Apoquindo

*Se mantiene clasificación en “Categoría A+”. Tendencia cambia de “Estable” a “En Observación”
(una línea de bonos con serie A)*

Inmobiliaria Apoquindo presenta una adecuada liquidez para enfrentar un escenario crítico en cuanto a recaudación de los arriendos de oficinas, incluso considerando el cupón de bonos con vencimiento en el mes de mayo.

Por otra parte, se estima que la posible baja en los ingresos no debiera ser muy pronunciada dado que, por la ubicación de los edificios del fondo, su *mix* de arrendadores presentan, comparativamente, mayor resiliencia a *shock* de liquidez. Con todo, se considera que en el período 2020-2021 existirá una presión a la baja en los precios y a un alza en el nivel de vacancias.

Con todo, la tendencia *En Observación* obedece a verificar en los hechos que lo supuestos de **Humphreys** se cumplieron en la realidad o fueron menos estrictos en los hechos, en particular porque el fondo posee dos edificios y, por tanto, estimaciones en sólo uno de ellos tiene fuertes implicancias en el total.

Toesca Rentas Inmobiliarias Apoquindo Fondo de Inversión es un fondo administrado por Toesca AGF y constituido con el propósito de invertir indirectamente en los bienes raíces no habitaciones para la renta ubicados en Avenida Apoquindo 4700 y Avenida Apoquindo 4501 en la comuna de Las Condes. Al 30 de septiembre de US\$ 3,7 millones mientras que Inmobiliaria Apoquindo presenta una deuda financiera de US\$ 96 millones.

Inmobiliaria Nialem

*Mantiene Categoría A+ con tendencia “Estable”
(Línea de bonos en proceso de inscripción)*

La sociedad tiene una elevada capacidad de generación de flujo debido a la diversificación de activos y locación geográfica de éstos. También se considera positivamente que los contratos se realicen en unidades de fomento y con una larga duración. Además, la atomización de los activos permite que el aumento de la morosidad no tenga un impacto relevante sobre los flujos necesarios para hacer frente a las obligaciones financieras.

A la fecha, la sociedad se encuentra en proceso de inscripción de una línea de bonos.

Inmobiliaria Nialem es una sociedad especializada en el negocio de renta inmobiliaria con 19 años de experiencia y una fuerte presencia en el centro de Santiago, con inversiones que van desde oficinas hasta locales comerciales y bodegas industriales.

FI Inmobiliaria Cimenta Expansión
Mantiene Categoría AA con tendencia "Estable"
(Línea de bonos en proceso de inscripción)

El fondo de inversión Inmobiliaria Cimenta-Expansión posee una elevada capacidad de generación de flujos, y con ello, la liquidez suficiente para hacer frente a las obligaciones de corto plazo que se presentan. Por otro lado, debido a la diversidad de activos que tiene y a las distintas ubicaciones geográficas de ellos, es probable que la holgura con que cuenta se pueda mantener (mayor protección a la baja producto de la diversificación) o, en situaciones extremas, obtener financiamiento para hacer frente a sus obligaciones financieras. A la fecha, el fondo se encuentra en proceso de inscripción de una línea de bonos.

Con la información disponible, se estima que la clasificación de riesgo no se vería alterada por la crisis originada por coronavirus.

Fondo de Inversión Inmobiliaria Cimenta-Expansión (Cimenta-Expansión) es un fondo administrado por Cimenta S.A. Administradora General de Fondos, que en la actualidad administra cerca de 243 mil metros cuadrados arrendables en distintas unidades de negocios; más de 800 habitaciones en residencias para la tercera edad; y 1.900 casas en proyectos habitacionales dispuestos para la venta.

INDUSTRIA SALMONERA

Las compañías salmoneras están orientadas a la producción con destino a mercados externos, por lo cual enfrentan tanto un riesgo logístico (cierre de los terminales portuarios o aeroportuarios), como a una caída en la demanda internacional, asociada a una menor actividad económica mundial.

Sin embargo, un elemento que permitiría, aunque sea en parte, mitigar los efectos negativos de este escenario internacional corresponde a la depreciación del peso, toda vez que parte de los costos están expresados en moneda nacional, en tanto que los ingresos de exportación se expresan en dólares.

Blumar

Se mantiene clasificación en "Categoría A-" con tendencia "En Observación"
(dos líneas de bonos)

De acuerdo con la información proporcionada por la compañía, durante 2020 los ingresos operacionales serían superiores a los registrados el año pasado, debido fundamentalmente a un aumento significativo en los niveles de cosechas de salmón atlántico, incrementados por retomarse los niveles normales en la XI Región y por el comienzo de las cosechas en la XII Región.

No obstante, en opinión de esta clasificadora, que debido a interrupciones en las labores productivas o en los puertos, eventos asociados a medidas destinadas combatir la pandemia de Covid-19, los ingresos puedan verse mermados.

Sin embargo, la caja disponible, así como la mayor oferta proveniente de la operación de Iceval, en conjunto con una deuda concentrada en el largo plazo, le permitiría afrontar una menor actividad durante un período de cuatro meses (correspondiente al estrés aplicado por *Humphreys*). Más aún, la compañía dispone de líneas de capital de trabajo con diversos bancos de la plaza, así como líneas de bonos inscritas, que podrían ser utilizadas en caso de un estrés financiero transitorio.

Cabe mencionar que la empresa tiene experiencia en el manejo de períodos de baja liquidez (bajo precio del salmón), no obstante, asociado a crisis dentro del sector.

Blumar S.A. es una sociedad que participa del negocio acuícola y pesquero, con incursión en el segmento salmónes desde 2006. En la línea pesquera destaca la comercialización de jurel congelado para el consumo humano y la venta de harina y aceite de pescado como insumo, tanto en Chile como el extranjero; por su parte, en el segmento acuícola toma relevancia el salmón fresco y congelado. Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por US\$ 391 millones y una deuda financiera de US\$ 253 millones.

SECTOR ELÉCTRICO

Dentro del sector de distribución eléctrica el riesgo de iliquidez es bajo. Si bien en los primeros meses de la crisis es posible prever una baja en la recaudación (por problemas de acceso a los centros de pago y/o por acuerdo con la autoridad para suspender la cobranza), se trataría de recursos que se desplazarían en el tiempo, pero que mantendrían su fuerte nivel de seguridad (muy bajo porcentaje de incobrabilidad, sobre todo por la facultad para suspender el suministro). Esta situación facilita cualquier acceso a financiamiento en caso de requerirse para sostener la liquidez de la empresa. Debe considerarse que las empresas distribuidoras atienden esencialmente al sector residencial, el que, en caso de restricciones a la movilidad de las personas, incrementaría su consumo (pero no se dispondría del consumo del sector comercio).

En cuanto a la generación eléctrica, los casos son más diversos, destacándose como de mayor riesgo generadoras que tienen como clientes empresas de tamaño medio, por ser más susceptibles que interrupciones en la cadena de pago afecten su liquidez en los primeros meses de la crisis. Por el contrario, de bajo riesgo serían aquellas empresas que abastecen a distribuidoras y/o grandes clientes de elevada solvencia; también aquellas cuyos ingresos dependen de la venta de potencia al sistema. También podrían presentar mayores problemas empresas muy expuesta al mercado *spot*, en especial si son pequeñas generadoras (dado que habría menos predisposición de la banca para otorgar créditos de capital de trabajo).

Chilquinta

Se mantiene clasificación en "Categoría AA" con tendencia "Estable"
(una línea de bonos con serie B)

La compañía se encuentra con una adecuada disponibilidad de efectivo y de líneas con bancos para enfrentar bajas significativas en la recaudación de los próximos meses. No obstante, es

importante señalar que los impactos definitivos de dicha baja en recaudación dependerán de cómo la autoridad, bajo el marco legal que rige a la industria, instruya la forma de abordar dicha menor recaudación, de manera de dar certeza a todos los involucrados y actores del sector.

Se espera que la normalidad de la cobranza, bajo el supuesto que existe una baja en los próximos meses, sería durante el segundo semestre o comienzos del próximo año.

Chilquinta es una empresa cuyo objeto principal es la distribución y suministro de energía eléctrica en su área de concesión -regiones de Valparaíso y Maule-, tareas que realiza en forma directa e indirecta a través de cinco filiales (Compañía Eléctrica del Litoral S.A., Energía de Casablanca S.A., Casablanca Generación S.A. (en liquidación), Luzlinares S.A. y Luzparral S.A.) y negocios conjuntos con SAESA S.A. (Eletrans, Eletrans II y Eletrans III).

Cabe señalar que Sempra Chile, actual controlador de la empresa, acordó con State Grid International Development, la venta de toda la participación de la primera en Chilquinta.

A diciembre de 2019, sus ingresos alcanzaron \$ 388.394 millones y mantuvo una deuda financiera de \$ 135.611 millones.

Enlisa Generación Chile

Se mantiene clasificación en "Categoría AA" con tendencia "Estable"
(una línea de bonos con serie B)

La compañía presenta una sólida posición de liquidez para el pago de sus pasivos de corto plazo, además cuenta con líneas de créditos disponibles con diversos bancos de la plaza, así como de sus principales proveedores de combustible.

Los flujos de la compañía no serían mayormente afectados por la crisis sanitaria dadas las características de su modelo de negocio (esencialmente venta de potencia) que implica relacionarse con el sistema eléctrico en general y no con clientes particulares.

Enlisa Generación opera en el Sistema Eléctrico Nacional (SEN), principalmente vendiendo potencia y, si las condiciones de mercado lo ameritan, comercializando energía en el mercado *spot*.

A diciembre de 2019, sus ingresos alcanzaron US\$ 25,1 millones y mantuvo una deuda financiera de US\$ 27,3 millones.

OTRAS CLASIFICACIONES

Sociedad Química y Minera de Chile

Mantiene clasificación en "Categoría AA" con tendencia "Estable"

(cuatro líneas de bonos con series P, H, O y Q)

La empresa mantiene una sólida posición de liquidez al menos a un año, muestra de ello es que el disponible que tiene la empresa a diciembre de 2019, le permite cubrir 1,97 veces la deuda financiera total a corto plazo, además mantiene holgura en el capital de trabajo donde los pasivos circulantes representan el 29% de los activos circulantes.

A juicio de la clasificadora, se estima que los flujos de la compañía exhibirán contracciones relevantes en el corto plazo inmediato, pero que paulatinamente se irán recuperando en el segundo semestre de 2020 y parte del 2021. Es esperable que los estados financieros de 2020 muestren una caída en los resultados, lo cual es consistente con la profundidad de la crisis; sin embargo, el emisor mantendrá sus fortalezas estructurales de largo plazo.

Sociedad Química y Minera de Chile es una empresa que tiene como propósito principal la producción y comercialización de nutrientes vegetales de especialidad, yodo, litio, fertilizantes potásicos y químicos industriales. A diciembre de 2019 la empresa generó ingresos por US\$ 1.944 millones y una deuda financiera por US\$ 1.818 millones.

Inversiones CMPC

Se mantiene clasificación en "Categoría AA"

(seis líneas de bonos con series F, H, I, J, K, G, L, M, N y O)

Empresas CMPC

Se mantiene clasificación en "Categoría AA". Tendencia en "Estable"

(solventía)

La posición de liquidez de la empresa, considerando sólo su nivel de caja, es muy sólida, lo cual en opinión de la clasificadora la capacita para resistir los meses venideros de crisis. Lo anterior, se ve reforzado al tener líneas de crédito disponibles con diversos bancos.

La clasificadora, salvo en períodos acotados, no estima fuertes caídas en sus flujos, dado que no se espera una disminución en la demanda por celulosa ni tampoco una fuerte caída en sus precios, sin embargo, podría tener impactos puntuales principalmente por la mayor dificultad en la distribución.

El segmento Softys produce insumos de primera necesidad, sector en que ha aumentado la demanda en las últimas semanas, por la necesidad de la población de abastecerse, sin embargo, se espera que esto se normalice en los próximos meses (con caídas en las ventas en períodos acotados producto de la restricción al desplazamiento de las personas).

Con todo, es esperable que la crisis se refleje en los resultados de la compañía, sin que por ello denote cambios en las fortalezas estructurales de ésta.

Inversiones CMPC es la sociedad matriz de tres compañías orientadas principalmente a la producción y comercialización de madera, celulosa, productos de embalaje, sanitarios y papel tissue con ventas y producción tanto en Chile como en el exterior.

A diciembre de 2019, sus ingresos alcanzaron US\$ 5.670 millones y mantuvo una deuda financiera de US\$ 3.945 millones.

CAP

Se mantiene clasificación en "Categoría AA-". Tendencia cambia de "Estable" a "En Observación" (tres líneas de bonos con series G y H)

La empresa, dado el efectivo que mantiene, presenta una liquidez aceptable para enfrentar la crisis, la cual se refuerza por las líneas bancarias disponibles.

Sin perjuicio de lo expuesto, a calificación de tendencia "En Observación" responde a que junto con los fuertes efectos que provocará el Covid-19 en la producción y en las ventas de la compañía para los próximos tres meses, se espera que a posterior, la fragilidad del comercio y economía mundial mantengan un bajo rendimiento para la compañía que, sumado a los moderados resultados de 2019, consecuencia del siniestro que afectó al Terminal Guacolda II (ya superado), debiliten la calidad del emisor como sujeto de crédito (ya que se espera que los estados financieros del 2020 muestren una rentabilidad reducida).

Dado lo anterior, cualquier decisión de cambio en la clasificación dependerá, por un lado, de los efectos finales de la crisis, y, por otro, de la capacidad que muestre la compañía para mantener su potencialidad de largo plazo.

CAP corresponde a la matriz de varias filiales, tanto en Chile como en Perú y Argentina, operando en cuatro áreas de negocios: minería del hierro, producción de acero, procesamiento de acero e infraestructura.

A diciembre de 2019, sus ingresos alcanzaron US\$ 1.590 millones y mantuvo una deuda financiera de US\$ 962 millones.

Pampa Calichera

Se reduce clasificación a "Categoría A-" (desde "Categoría A") con tendencia "Desfavorable" (una línea de bonos con serie A)

Pampa Calichera corresponde a una sociedad de inversiones, cuya deuda se encuentra garantizada por títulos accionarios emitidos por Sociedad Química Minera, Soquimich (SQM).

El cambio de clasificación obedece a la significativa reducción que ha experimentado la relación entre el valor de las acciones de propiedad de la sociedad (acciones de SQM), que constituyen su respaldo como sujeto de crédito, y el valor de su deuda financiera; producto de la caída en el precio de los títulos accionarios de SQM.

La tendencia “*Desfavorable*” responde a la crisis mundial, y sus efectos en la economía, que ha provocado el coronavirus, que de no controlarse en el corto plazo podría acentuar el valor de todos los activos mobiliarios.

A diciembre de 2019, el emisor finalizó con activos por US\$ 1.835. El pasivo financiero de la sociedad sumó US\$ 678. Por su parte, el patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora aumentó desde US\$ 1.076 millones en diciembre de 2018 a US\$ 1.153 millones en diciembre de 2019.

En cuanto a los flujos de ingresos anuales, los principales correspondieron a US\$ 80 millones por concepto de dividendos, habiendo pagado por intereses y reparto de utilidades US\$ 46 millones y US\$ 17 millones.

Elecmetal

*Se mantiene clasificación en “Categoría AA-” con tendencia “Estable”
(tres líneas de bonos con series D y E)*

La clasificación se mantiene por cuanto la empresa posee caja suficiente para soportar el estrés aplicado por *Humphreys* para los próximos 3-4 meses, además, posee líneas de capital de trabajo comprometidas que apoyan su nivel de liquidez.

Por otra parte, si bien la baja en el precio de cobre afectará las nuevas inversiones, a los grandes proyectos en el sector cuprífero a nivel mundial y, también, podría reducir la producción agregada, en opinión de la clasificadora, la actividad de la minería del cobre se mantendrá en niveles que no afectarán significativamente a Elecmetal en su calidad de Proveedor de repuestos de desgaste y de bolas de molienda, elementos imprescindibles para la operación minera. Los principales clientes son grandes compañías mineras en alrededor de 40 países y, además de su solvencia, sus actividades son relevantes para la economía de esas naciones, por lo que se espera tendrán planes y programas para operación comparativamente superiores. Por lo demás, en la medida que la crisis sanitaria vaya mejorando, en particular en China, se podría esperar que se revierta moderadamente la baja del precio del cobre.

La Compañía Electro Metalúrgica es la matriz del grupo Claro. Su actividad es la fabricación y comercialización de repuestos de acero y bolas de molienda para la gran minería a nivel global, contando con inversiones en filiales de este negocio en diversos países para abastecer y atender dicho mercado. Además, tiene inversiones en filiales que participan en los sectores de envases de vidrio (Cristalerías de Chile), vitivinícola (Viña Santa Rita, Viña, Carmen y otras), comunicaciones (Diario Financiero, Revista Capital y otras) y energías renovables.

A diciembre de 2019, sus ingresos alcanzaron \$ 755.605 millones y mantuvo una deuda financiera de \$ 392.403 millones.

Coagra

Mantiene clasificación de solvencia en "Categoría A-" y de línea de bonos en "Categoría BBB+" con tendencia "Favorable"

(una línea de bonos con serie E y F)

La empresa mantiene una adecuada posición de liquidez para cubrir las obligaciones del año 2020, lo cual se refuerza al considerar las líneas bancarias disponibles. Por otra parte, las cuentas por cobrar cuentan con seguros de créditos, lo que, en caso más extremos, permite acceder a financiamiento contra la cobranza de dichos activos (excluyendo los que han sido securitizados que, teniendo seguros, ya son propiedad del patrimonio separado).

Además, considerando que la entidad está en el proceso de recaudación de las cuentas por cobrar y dado el ciclo de sus negocios, es factible prever que la crisis (3 - 4 meses) no debería generar problemas en las operaciones del emisor.

Coagra es un distribuidor de insumos (fertilizantes, fitosanitarios, semillas, maquinarias, combustibles, ferreterías, nutrición animal, entre otros) y servicios para el sector agrícola. Además, a través de filiales participa en el negocio de financiamiento agrícola y prestación de servicios de secado, guarda y comercialización de cereales y avena. A diciembre de 2019 la compañía presentó ingresos por \$ 165.480 millones y deuda financiera por \$ 67.649 millones.

AVLA

Mantiene clasificación en "Categoría A-" con tendencia "Estable"

(una línea de bonos con serie A)

Según lo informado por la compañía, los vencimientos del primer semestre del año 2020 ya estarían "fondeados" con los dividendos aprobados para retirar de su filial en Perú. Además, según lo comunicado por la empresa, cuenta con suficientes líneas de capital de trabajos para hacer frente a eventos inesperados, las cuales, según opinión de la administración, no tendrían riesgo de renovación. En este contexto, la sociedad emisora está en condiciones para enfrentar la eventual crisis de liquidez que podría producirse los próximos meses producto del coronavirus.

Para las filiales, compañías de seguros de crédito, se espera una baja en el nivel de actividad en los próximos meses (producto del *shock* económico esperado), pero recuperable en el segundo semestre, aunque probablemente en un escenario de mayor siniestralidad (respaldado por los contratos de reaseguros).

El desempeño futuro de la sociedad emisora dependerá de la capacidad de las filiales para enfrentar un entorno con mayor siniestralidad y con mayor debilidad económica, de manera de generar las utilidades necesarias para que la matriz pueda retirar los dividendos necesario para dar cumplimiento a sus obligaciones.

AVLA, a través de sus filiales AVLA Chile Seguros de Crédito y Garantía y AVLA Perú Compañía de Seguros participa en el mercado de seguros en Chile y Perú. Asimismo, se encuentra en proceso de apertura de formación en México. También, por medio de las sociedades de garantía

recíproca tiene presencia en el mercado de afianzamiento, aun cuando en la actualidad, según lo informado por la administración, han suspendido la emisión de certificados.

Empresa Nacional de Aeronáutica

Mantiene clasificación en "Categoría AAA" con tendencia "Estable"
(una línea de bonos con serie A)

Más allá los efectos de la crisis, la clasificación de los bonos se mantiene en "Categoría AAA" por cuanto los títulos de deuda cuentan con garantía estatal (Estado se constituye como codeudor solidario), además la empresa es propiedad del Estado y su principal cliente es la FACH.

Empresa Nacional Aeronáutica es una empresa pública que se dedica a prestar servicio de aeronáutica tanto para la Fuerza Aérea de Chile como a terceros. A diciembre de 2019, sus ingresos alcanzaron US\$ 53,3 millones y mantuvo una deuda financiera de US\$ 66,8 millones.

Corporación Universidad de Concepción

Se mantiene en "Categoría A" con tendencia "Estable"
(dos líneas de bonos con series A y B)

La Corporación posee una estructura operativa y financiera que permite mantener una elevada liquidez para hacer frente a los pagos de deuda para los próximos meses.

Cabe señalar que menos del 20% de las matrículas son pagadas directamente por los alumnos y el resto esencialmente por el Estado, ya sea por los alumnos que estudian bajo el sistema de gratuidad o aquellos que tienen créditos con aval del Estado.

Adicionalmente, la Universidad de Concepción ha completado con éxito el proceso de matrículas de 2020, alcanzando un crecimiento respecto a lo presupuestado, teniendo 3,58 postulaciones por cupo.

El desafío de las instituciones de educación de la Corporación está en fortalecer las herramientas tecnológicas para garantizar la continuidad de sus servicios frente a la posibilidad que las autoridades decreten cuarentena total, aspectos en que la institución ha estado trabajando en los últimos años.

La Corporación Universidad de Concepción es una corporación de derecho privado sin fines de lucro domiciliada en la ciudad de Concepción y cuyo objeto principal es la de prestar servicios en el ámbito de la educación superior, particularmente universitaria; no obstante, en menor medida y por medio de filiales, abarca la esfera técnico-profesional. También, por ley, administra un sorteo de lotería cuyo excedente, junto con soportar el crecimiento propio de la actividad, sirve de apoyo financiero para la ejecución del proyecto educacional.

Al 31 de diciembre de 2019 tuvo ingresos por \$ 243.400 millones y una deuda financiera de \$ 134.811 millones.



“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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de esta.”