

Solvencia	Enero 2018	Nov. 2018
Perspectivas	A	A
	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo

Indicadores Relevantes (1)			
	2016	2017	Jun. 2018
Ingresos Ordinarios	7.651	9.555	9.051
Ebitda Ajustado	6.274	4.435	6.663
Deuda Financiera	69.872	93.879	191.847
Margen Operacional	15,2%	41,6%	71,2%
Margen Ebitda Ajustado	82,0%	46,4%	73,6%
Endeudamiento Total	1,6	1,0	1,6
Endeudamiento Financiero	1,1	0,8	1,4
Ebitda Aj./Gastos Financieros Aj.	1,9	1,1	1,2
Deuda Financiera / Ebitda Aj.	11,1	21,2	26,9
Deuda Financiera Neta / Ebitda Aj.	11,1	20,2	26,1
FCNOA/ Deuda Financiera	3%	7%	5%

(1) Definiciones de los indicadores en anexo.

Perfil de Negocios: Satisfactorio					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	
				Fuerte	
Posición competitiva					
Diversificación de activos					
Presencia de contratos de largo plazo con alto componente fijo					
Conservadora estrategia de desarrollo comercial					
Diversificación y calidad de cartera de clientes					

Posición Financiera: Intermedia					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	
				Sólida	
Estabilidad de márgenes y generación de flujos					
Endeudamiento y coberturas					
Liquidez					

Fundamentos

La clasificación "A" asignada a Patio Comercial S.p.A. refleja un perfil de negocio "Satisfactorio" y una posición financiera "Intermedia".

Patio Comercial participa en el desarrollo y administración de activos de renta inmobiliaria (centros comerciales, *stand alone*, *strip center*, *vecinal* y *outlet*) a lo largo del país.

Durante el primer semestre de 2018, los ingresos consolidados alcanzaron \$9.051 millones, exhibiendo un alza de 127,1% respecto de igual periodo de 2017. Ello se debe al inicio de la consolidación de los activos adquiridos del Fondo de Inversión Credicorp Capital - Patio Comercial I (desde febrero de 2018).

Asimismo, el ebitda ajustado de la compañía presentó un relevante crecimiento, alcanzando \$6.663 millones a fines de junio de 2018.

En tanto, el margen ebitda ajustado se incrementó desde 46,4%, a fines de 2017, hasta 73,6%, a junio de 2018, cifra acorde con lo esperado en la industria de renta inmobiliaria.

En los últimos años, los indicadores crediticios han presentado un constante deterioro, debido a la menor generación de ebitda ajustado registrada en algunos periodos, en conjunto con el constante aumento en el nivel de deuda, generando una mayor carga financiera, la cual en el largo plazo sería compensada con la generación de los proyectos.

Adicionalmente, se debe señalar que, a junio de 2018, estos indicadores de cobertura contemplan un ebitda ajustado anualizado por doce meses móviles, lo que genera que se consideren los últimos seis meses de 2017, que no incorporan los flujos provenientes de los activos que comenzaron a consolidar desde febrero. Así, el indicador de ebitda ajustado sobre gastos financieros presentó un leve

incremento durante el primer semestre de 2018 (1,2 veces), en comparación a diciembre de 2017 (1,1 veces), manteniéndose por debajo de los rangos históricos.

A su vez, el ratio de deuda financiera neta sobre ebitda se incrementó hasta las 26,1 veces, superior a las 20,2 veces obtenidas a fines de 2017 y a los rangos esperados para la clasificación.

No obstante, debido a la predictibilidad de los flujos en la industria, se puede considerar que la generación de ebitda ajustada de los próximos seis meses será similar a la del primer semestre, con lo que el indicador de deuda financiera neta sobre ebitda ajustado alcanzaría cerca de 14 veces, lo cual es coherente con lo esperado.

Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Feller Rate espera que la compañía mantenga su política financiera, lo que, sumado a la maduración y rentabilización de los proyectos actuales, permitiría, en parte, compensar el deterioro financiero que se generará con el actual plan de inversiones y la incorporación de deuda financiera (mediante la emisión del bono que se encuentra asociada a financiamiento no operacional).

En particular, se espera que la entidad mantenga una liquidez robusta y una cobertura de ebitda sobre gastos financieros ajustados cercana a 2 veces.

ESCENARIO DE BAJA: Se podría dar ante una mayor agresividad en sus políticas financieras, incrementando los niveles de deuda por sobre lo esperado.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo.

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

Factores Clave

- Alta diversificación de sus activos, tanto por ubicación geográfica como por tipo de activo.
- Adecuada diversificación de clientes y buena calidad crediticia de los principales locatarios
- Industria altamente competitiva e intensiva en inversiones.
- Sensibilidad al nivel de actividad económica puede afectar el nivel de ocupación, mitigado por características contractuales en términos de plazos y de esquemas tarifarios.
- Cartera con buena cobertura de morosidad y bajos niveles de vacancia en los principales segmentos.
- Conservadora estrategia de desarrollo comercial mitiga riesgos asociados al inicio de proyectos.

POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

Factores Clave

- Base de ingresos y márgenes influenciados por componente fijo de su estructura tarifaria y la mantención de altas tasa de ocupación.
- Endeudamiento alto en el corto plazo producto de estrategia de financiamiento utilizada por la entidad para los proyectos en desarrollo y terrenos. No obstante, proyectos en operación son estructurados en el largo plazo.
- Posición de liquidez clasificada como "Robusta".
- Gastos financieros del bono cubiertos por flujos provenientes de Grupo Patio.
- Importantes necesidades de capital ligadas a plan de inversiones, exigiría la mantención de un mix equilibrado de financiamiento.

Analista: Felipe Pantoja
 Felipe.pantoja@feller-rate.cl
 (56) 22757-0470
 Claudio Salin
 Claudio.salin@feller-rate.cl
 (56) 22757-0463

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

PERFIL DE NEGOCIOS

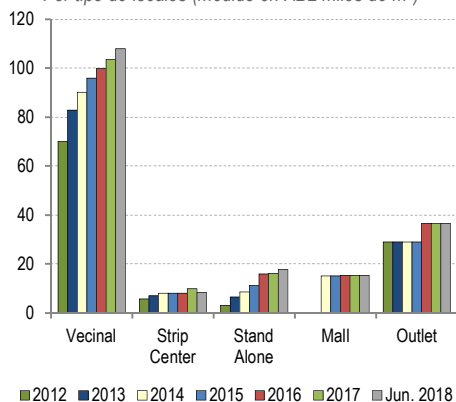
SATISFACTORIO

Estructura de propiedad

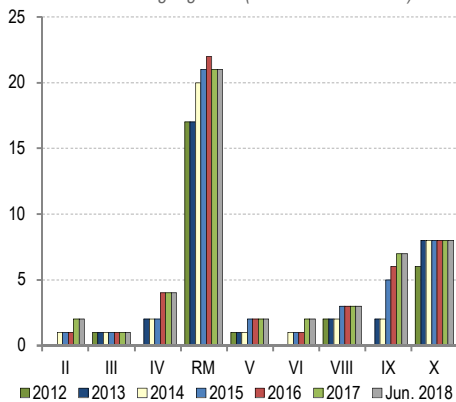
A contar de 2018, el control de la sociedad radica en Grupo Patio.

Alta diversificación de activos inmobiliarios en renta*

Por tipo de locales (medido en ABL miles de m²)



Por ubicación geográfica (medido en unidades)



*Considera tanto activos que consolidan en los Estados Financieros como proyectos con terceros que no consolidan.

- Patio Comercial S.p.A (Patio Comercial) es una sociedad constituida en 2014, cuya función es participar en el desarrollo y administración de activos de renta inmobiliaria a lo largo del país, bajo los formatos de centros comerciales vecinales, centros comerciales tipo mall, *stand alone*, *strip center* y *outlet*.

- Dentro de la estrategia operacional de la compañía, para los activos en desarrollo la entidad se encarga de todas las etapas del proyecto, exceptuando la construcción que es realizada por terceros especializados.

A su vez, Patio Comercial realiza proyectos con terceros los cuales no consolida en el balance, pero se encuentra involucrado en su administración, como es el caso de Desarrollos Comerciales, donde la entidad mantiene participación con Vivocorp.

Lo anterior, genera una mayor segmentación del capital inicial en distintos proyectos en conjunto con una diversificación del riesgo de cada proyecto entre distintos propietarios, no obstante, éste último factor implica un menor resultado neto para la compañía.

- A junio de 2018, la entidad cuenta con un porfolio administrado, contabilizando los activos en renta, de 33 unidades bajo el formato vecinal, 6 *strip center*, 9 *stand alone*, 1 centro comercial y 1 *outlet* que incluye bodegas.

A igual fecha, el ABL de los activos administrados continúan con su tendencia creciente pasando desde los 108.167 m² registrados en 2012 hasta alcanzar los 186.302 m².

Adquisición de activos del Fondo permite una mayor diversificación de activos propios y generación de Ebitda. Sin embargo, presiona el perfil financiero de la entidad

- El 31 de octubre de 2017 la compañía manifestó al Fondo de Inversión Credicorp Patio Comercial I (Fondo) su intención de compra por la totalidad de las acciones de propiedad del Fondo en las sociedades Patio Comercial II S.p.A y Rentas Patio V S.p.A.

- El 31 de enero de 2018, se suscribió entre el Fondo y Patio Comercial un contrato de compraventa, con un precio por las acciones de Patio Comercial II S.p.A. por \$ 6.754 millones y por las acciones de Rentas Patio V S.p.A. que ascendió a los \$ 2.256 millones. Además, el contrato contemplaba la cesión de créditos que alcanzaron los \$ 21.932 millones.

Así, a contar del 1 de febrero de 2018, Patio Comercial pasa de consolidar 24 activos inmobiliarios a 42 (18 inmuebles corresponden a los adquiridos al Fondo), y mantiene 8 con relacionados.

- Feller Rate, considera que la adquisición de las compañías permite a Patio Comercial, a nivel consolidado, incrementar su diversificación tanto de activos inmobiliarios como por arrendatarios, en conjunto con un relevante crecimiento en los ingresos y Ebitda. Sin embargo, dichos inmuebles mantienen una deuda financiera asociada que genera mayores presiones en los indicadores crediticios de la entidad, presionando el perfil financiero.

Alta diversificación de sus activos

- El portafolio inmobiliario de Patio Comercial, considerando activos en renta, presenta una mayor participación de sus actividades en la Región Metropolitana, acorde a la mayor densidad de población. No obstante, la entidad cuenta con una alta diversificación desde el punto de vista del tipo de activos, nivel geográfico y de arrendatarios.

— DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA

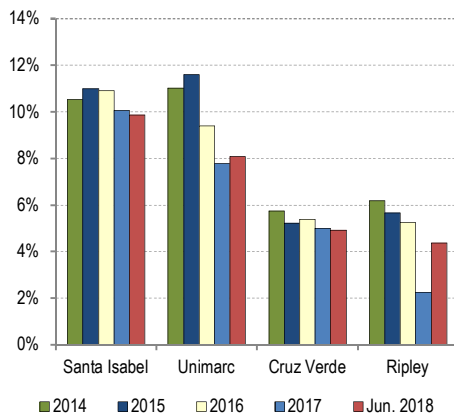
- Patio Comercial, en los últimos años ha presentado una mayor diversificación respecto a la ubicación geográfica de sus activos administrados, disminuyendo la participación de la Región Metropolitana desde niveles del 63% hasta alcanzar durante el primer semestre de 2018 el 42%. Lo anterior, a pesar de exhibir un incremento en la cantidad de activos en dicha región de 17 unidades hasta las 21, en igual periodo.

Asimismo, en 2014 se observó la incorporación en la diversificación geográfica de la II Región por medio de la habilitación de un centro vecinal y de la VI Región producto del inicio de

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

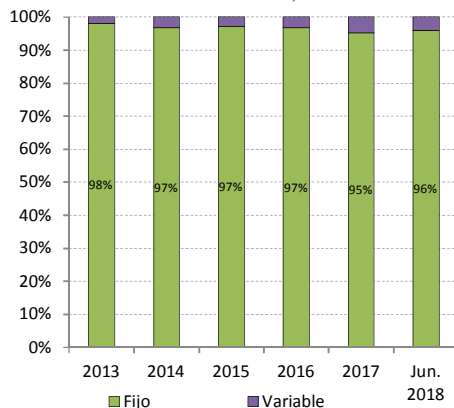
Adecuada diversificación de locatarios

Participación sobre el total de locatarios según ingresos de locales administrados



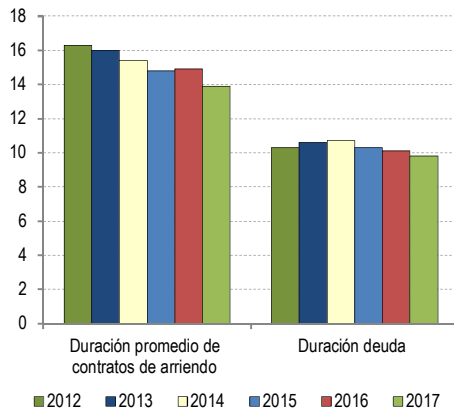
Arrendos comerciales con un alto componente fijo

Cifras en millones de pesos



Duración promedio de arrendos por sobre plazo promedio de la deuda financiera

Cifras en años



operación del mall. Este último, a junio de 2018, representa el 8,3% de los ABL totales de la compañía, generando una mayor diversificación.

— DIVERSIFICACIÓN POR TIPO DE ACTIVOS

- El segmento vecinal presenta la mayor participación en términos de cantidad de activos administrados alcanzando, a junio de 2018, el 66%, cifra menor que el promedio histórico.
- En términos de ABL de los activos en rentas, se observa que la mayor participación proviene del segmento vecinal, no obstante, en los últimos años se ha registrado una disminución en su relevancia desde el 66% alcanzado en 2013 hasta el 58% a junio de 2018. Ello, a pesar del incremento constante exhibido en dicho segmento desde los 82.877 m² hasta los 108.061 m² en igual periodo.
- A junio de 2018, el segundo mayor segmento, en términos de ABL, es el *outlet* (incluyendo bodegas) con el 19,7%, debido al formato de este sector, seguido por *stand alone* (9,5%), centros comerciales (8,3%) y, en menor medida, *strip center* (4,5%).
- A su vez, en el último tiempo los ingresos de cada segmento han presentado una mayor diversificación debido a la incorporación de activos. Por otro lado, se debe señalar que la mayor generación de ingresos proviene del segmento vecinal y de centros comerciales, alcanzando en 2017 el 51,6% y 20,0%, respectivamente.

Adecuada diversificación de clientes y buena calidad crediticia de los principales locatarios

- Patio Comercial, presenta una adecuada diversificación de clientes en términos de cantidad de contratos superando los 500.

Sin embargo, a junio de 2018, los cinco mayores clientes alcanzaron el 30,5% del total de los ingresos, de los cuales Cencosud y SMU, bajo sus distintos formatos, presentaron las mayores participaciones, alcanzando el 9,9% y 8,1%, respectivamente.

- Otro factor que permite a la compañía mantener una mayor estabilidad y alta generación propia es contar con locatarios con buena calidad crediticia, generando que paguen el arriendo en tiempo y forma, acorde a lo establecido en el contrato.

Así, dentro de los principales locatarios, a junio de 2018, se encuentran SMU (8,1%), Cencosud (9,9%) y Ripley (4,4%) con una clasificación de riesgo por Feller Rate de "BBB/Positivas", "AA-/Estables" y "A+/Estables", respectivamente.

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

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

Por otro lado, las operaciones de los centros comerciales, vecinal, *strip center* y *outlet* están influenciadas por el desempeño de la economía. En periodos adversos del ciclo, la industria puede verse potencialmente afectada por mayores tasas de desocupación y alzas en la morosidad por parte de los locatarios.

- Al respecto, se observa que durante el periodo evaluado los ingresos por arriendo fijos mantienen un promedio cercano al 96% del total de los ingresos, cifra acorde a lo esperado debido al segmento en que opera. El saldo restante corresponde al arriendo variable, el cual dependerá de los volúmenes de ventas de los respectivos locatarios y según lo establecido en su contrato.
- Patio comercial, mantiene un portafolio de contratos de arriendo con una larga duración, que en 2017 exhibieron un promedio de 13,9 años, cifra si bien menor que años anteriores, esto se debe a la incorporación de una mayor cantidad de contratos con menor duración.
- No obstante, estos contratos se mantienen en su mayoría en el largo plazo, permitiéndole a la compañía mantener relaciones relativamente estables con sus contrapartes.

Al respecto, la actual cartera de contratos en el caso de las tiendas anclas contempla para los centros comerciales, *strip center* y el segmento vecinal una duración que varía entre 20 y 30 años. Adicionalmente, en el segmento *stand alone* la duración es cercana a los 25 años.

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

- Cabe destacar que los contratos de arriendo están estipulados en U.F., por lo que presentan una cobertura frente al riesgo inflacionario.

Niveles acotados de vacancia y adecuada cobertura de morosidad

- La industria de rentas inmobiliarias, en términos de vacancia, se encuentra afectada por saltos discretos en el indicador de ocupación debido a la entrada en operación de nuevos proyectos. No obstante, en algunos casos se firman contratos de arriendo en el periodo de construcción, disminuyendo dicho efecto.
- Patio Comercial, durante el periodo evaluado, ha exhibido una acotada vacancia y una relevante cobertura de las cuentas por cobrar por sobre los 90 días.

Al respecto, si bien la entidad durante los últimos años se encuentra realizando un plan de crecimiento, con la incorporación de diversos activos en cada uno de sus formatos, estos cuentan con una parte de su ocupación contratada con anterioridad, disminuyendo el salto discreto en los niveles de ocupación.

- La compañía, en términos de activos administrados, ha mantenido un nivel de vacancia acotado, que varía entre el 6% al 3% durante el periodo evaluado, alcanzando a junio de 2018 el 4,3%. En el caso del segmento outlet se observa, que con la entrada en operación del outlet La Fábrica el indicador alcanzó el 27,4% al cierre de 2016, disminuyendo posteriormente hasta el 6,6%.

Por otro lado, a junio de 2018, la vacancia de los *strip center* y tiendas vecinales se incrementó hasta el 3,9% (2,9% a diciembre de 2017). Asimismo, en igual periodo, se observó un aumento relevante en la vacancia del *mall* desde un 0,4% hasta el 5,8%, no obstante, se mantiene en rangos acordes a la industria.

- Respecto a la morosidad, en los últimos años la cartera mayor a 90 día alcanzó un promedio del 14,9% sobre la cartera total, con una fuerte disminución a junio de 2018 (8,8%).

Adicionalmente, en los últimos tres años, la entidad mantiene una cobertura superior al 100% de la cartera por sobre los 90 días. Ello se encuentra asociado a la política realizada, que contempla el reconocimiento de provisiones de deudores incobrables correspondiente al 100% de las deudas vencidas por sobre los 3 meses.

Conservadora estrategia de desarrollo comercial mitiga riesgos asociados al inicio de nuevos proyectos inmobiliarios

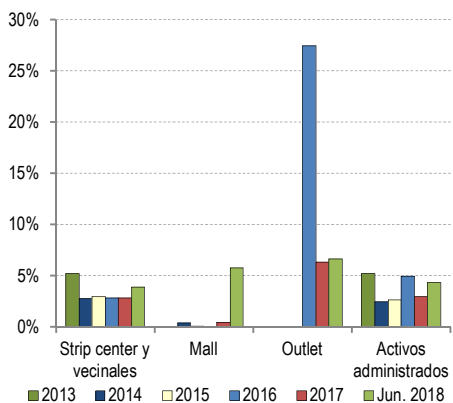
- En el modelo de negocios en la industria en que participa la entidad, contempla la presencia de las tiendas ancla es clave para garantizar el flujo de público. Por tanto, el contar con la participación de éstas permite a los proyectos en desarrollo atraer a las tiendas menores.
- Patio Comercial, al igual que los otros participantes de la industria, ha seguido una estrategia de desarrollo comercial que contempla la negociación de la participación de las tiendas ancla en las etapas iniciales del proyecto, estando el inicio de construcción supeditado al cierre del acuerdo comercial con las mismas.

Participa en una industria competitiva y cada vez más madura

- El sector de rentas inmobiliarias no habitacionales es altamente competitiva y madura, donde conviven grandes empresas e inversionistas especializados, como pequeños y medianos participantes.
- Asimismo, la industria presenta importantes barreras de entrada y a la salida para estos formatos, favoreciendo el negocio de los actuales participantes. El elevado nivel de inversión en capital, la necesidad de bancos de terreno de gran tamaño con buen acceso y una adecuada ubicación dificultan la entrada de nuevos competidores.

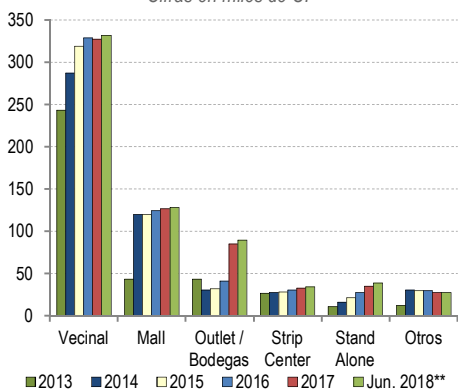
Por otra parte, los contratos de largo plazo, sus cláusulas de salida y el costo de las inversiones realizadas en el acondicionamiento y habilitación del espacio también limitan la salida de estos operadores, disminuyendo el incentivo a nuevos participantes.

Evolución de los niveles de vacancia por segmento y a nivel de activos administrados



Evolución de los ingresos combinados*

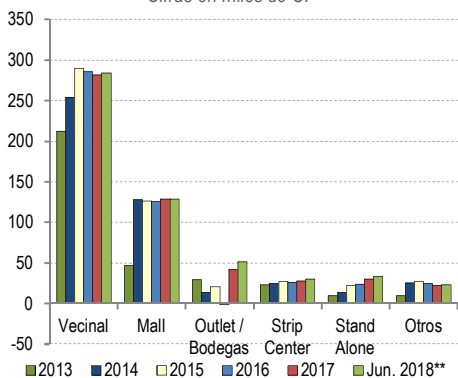
Cifras en miles de UF



*Considera la totalidad de los activos bajo administración.
**Junio de 2018 anualizado.

Evolución del Ebitda combinado*

Cifras en miles de UF

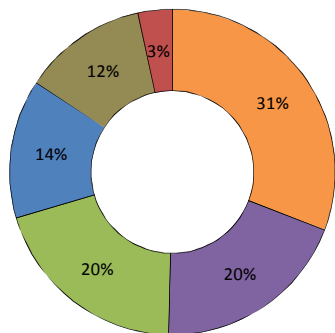


*Considera la totalidad de los activos bajo administración.
**Junio de 2018 anualizado.

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

Diversificación de strip center en la Región Metropolitana por zona geográfica

Cifras al primer semestre de 2018

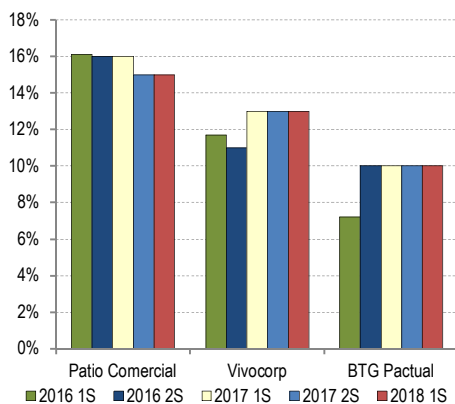


■ Oriente
 ■ Sur Oriente
 ■ Norte
 ■ Poniente
 ■ Centro
 ■ Sur

Fuente: GPS, reporte de mercado de strip center.

Principales actores en el mercado de strip center en la Región Metropolitana

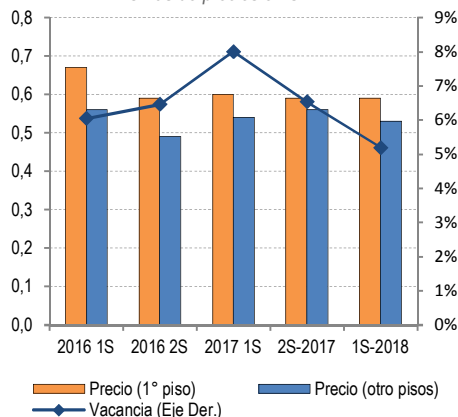
Cifras en porcentajes



Fuente: GPS, reporte de mercado de strip center.

Evolución de los precios y vacancia de strip center

Cifras de precios en UF/m²



Fuente: GPS, reporte de mercado de strip center.

➤ El segmento de centros comerciales se caracteriza por un creciente nivel competitivo. Se estima que cerca de un 25% de las ventas del comercio minorista son realizadas a través de los centros comerciales. Sin embargo, este porcentaje es bajo en comparación con economías desarrolladas, donde comúnmente supera el 50%, denotando el potencial que aún le queda a la industria.

Asimismo, destaca la presencia de grandes operadores de *retail* ligados a la propiedad de los centros comerciales. El principal operador es Mall Plaza, perteneciente al Grupo Falabella, seguido por Cencosud *Shopping Centers* y Parque Arauco, los que concentran, aproximadamente, cerca del 70% de la superficie arrendable.

Actor de amplia experiencia y con destacado posicionamiento en la Región Metropolitana en algunos de los segmentos en que participa

- La compañía es líder dentro de la industria de renta no habitacional bajo los formatos de *strip center*, *vecinal* y *stand alone*.
- Durante el primer semestre de 2018, según cifras informadas en el estudio de GPS (*Global Property Solutions*) sobre el mercado de *strip center* en Santiago, Patio Comercial continúa en la 1° posición con el 15% del mercado, seguido por Vivocorp (13%) y BTG Pactual (10%).
- Respecto a la concentración en la Región Metropolitana de la oferta de *strip center*, se observa una mayor participación hacia la zona oriente (31% del total) seguido por la zona sur oriente (20%).
- Adicionalmente, se debe señalar que la entidad mantiene activos de rentas a lo largo del país mejorando su diversificación geográfica.

— CONSTANTE CRECIMIENTO EN LA OFERTA DE STRIP CENTER EN CONJUNTO CON UNA VACANCIA SIMILAR A LA DE FINES DE 2016

- Según las cifras informadas en el estudio de GPS (*Global Property Solutions*), se observa un relevante aumento en los metros cuadrados en el segmento de *strip center* pasando desde el 299.870 m² en junio de 2016 hasta alcanzar a junio de 2018 los 331.599 m².
- Asimismo, se exhibió una disminución en los niveles de vacancia durante el segundo semestre de 2017 y primer semestre de 2018 hasta el 5,2%, cifra por debajo registrado en el segundo semestre de 2016. A su vez, a junio de 2018, los precios promedio de arriendo del 1° piso presentaron una baja hasta el 0,59 UF/m² y los otros pisos hasta las 0,53 UF/m².

Plan de inversiones genera una mayor diversificación de activos. No obstante, implica mayores presiones sobre perfil financiero

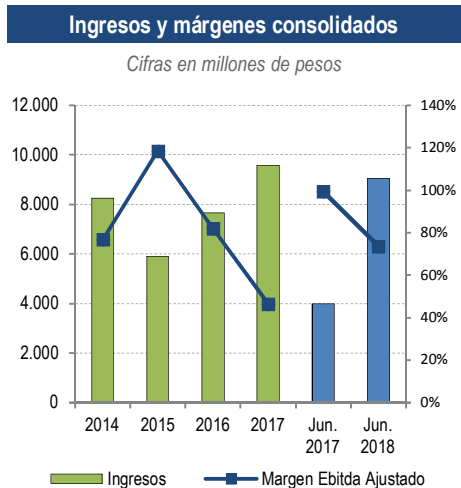
- La compañía ha mantenido políticas relevantes de inversión en los últimos años, lo cual ha generado un importante crecimiento sustentado en la adquisición, renovación y construcción de nuevos activos para rentas inmobiliarias. Ello, ha repercutido en el perfil financiero deteriorándolo, no obstante, estos activos de renta inmobiliaria han registrado una alta tasa de ocupación con contratos en el largo plazo.
- Los planes de la entidad para 2018-2021 contemplan la construcción de dos mall, en conjunto con proyectos bajo los otros formatos que mantiene la compañía. Lo anterior, contempla una inversión para los próximos años cercana a los UF 5 millones.
- Con todo, Feller rate, considera que el perfil financiero de la compañía se mantendrá debilitado hasta que los proyectos alcancen la madurez financiera, es decir, se disminuya su nivel de deuda acorde con los pagos establecidos, mediante la generación de flujos propios, y se mantenga la predictibilidad de estos flujos por medio de contratos a largo plazo, con una acotada vacancia.

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

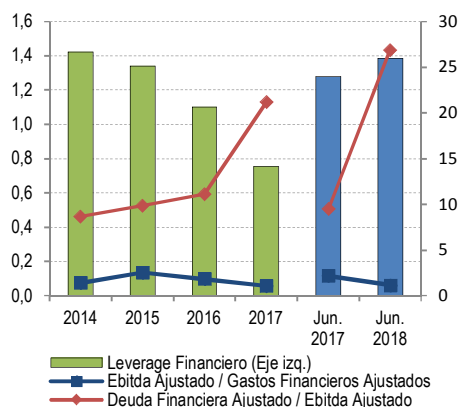
POSICION FINANCIERA *Intermedia*

Resultados y flujos operativos:

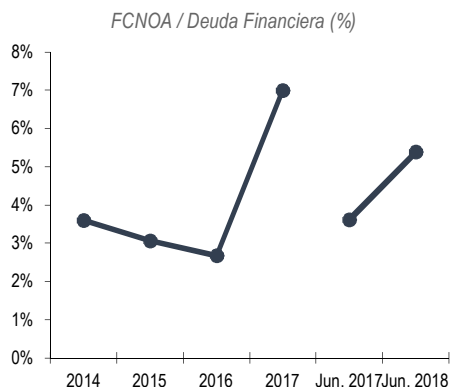
Fuerte crecimiento en el ingreso y Ebitda ajustado asociado a la adquisición de los activos que se encontraban en el Fondo de Inversión Credicorp Capital – Patio Comercial I



Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



Indicador de cobertura



- La actividad de la empresa se caracteriza por la obtención de altos márgenes operacionales, los que exhiben una fuerte estabilidad, incluso en periodos de desaceleración económica. Lo anterior, asociado principalmente a una estructura de contratos de arriendos con un componente mayoritariamente fijo y a la mantención de elevados niveles de ocupación.
- A diciembre de 2017, los ingresos consolidados de Patio Comercial alcanzaron los \$ 9.555 millones, exhibiendo un incremento del 24,9% en comparación a fines de 2016. Ello, debido a la maduración de diversos proyectos, de los cuales se destaca el *outlet* La Fábrica.
- A igual fecha, el Ebitda ajustado (incorpora la participación en las ganancias de asociados) presentó una relevante disminución hasta alcanzar los \$ 4.435 millones, debido a que la entidad ejerció su opción de compra preferente sobre los activos del Fondo de Inversión Credicorp Capital - Patio Comercial I como se detallo anteriormente. Ello, generó que contablemente producto de la valorización de las cuotas del fondo se registrara una pérdida por \$4.717 millones, la cual no se incorporó en el Ebitda ajustado dado que es un efecto contable.

No obstante, a fines de 2017, se observó que el Ebitda, sin considerar las participaciones en ganancias asociadas, exhibe un crecimiento anual del 224%, asociado a la maduración de proyectos inmobiliarios que consolidan.

- Por su parte, si bien el margen Ebitda ajustado ha presentado cierta volatilidad en sus resultados, debido a la construcción y la apertura de nuevos activos de renta inmobiliaria lo que ha implicado menores márgenes asociados al proceso de maduración, éstos se han mantenido por sobre el 75%, exceptuando 2017 (46,4%) debido al efecto mencionado anteriormente.
- En los últimos años, se observó un flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) positivo y creciente hasta alcanzar a fines de 2017 los \$ 6.599 millones, debido mayoritariamente a un crecimiento en los cobros por arriendo y una disminución en los pagos a proveedores.

Lo anterior, ha compensado el incremento observado en los niveles de deuda financiera de la entidad, producto de los planes de inversiones. Así, la cobertura de FCNOA sobre la deuda financiera se ha mantenido por sobre el 2,5% entre 2014 y 2017, con un incremento en el último año.

- Durante el primer semestre de 2018, los ingresos consolidados alcanzaron los \$ 9.051 millones exhibiendo un alza del 127,1% respecto de igual periodo de 2017. Ello, se debe al inicio, desde febrero de 2018, de la consolidación de los activos adquiridos del Fondo de Inversión Credicorp Capital - Patio Comercial I.

Asimismo, el Ebitda ajustado de la compañía presentó un relevante crecimiento hasta alcanzar los \$ 6.663 millones a fines de junio de 2018.

- Por su parte, el margen Ebitda ajustado, a junio de 2018, se incrementó desde el 46,4% obtenido a fines de 2017 hasta el 73,6%, cifra acorde a lo esperado en la industria de renta inmobiliaria.

Endeudamiento y coberturas:

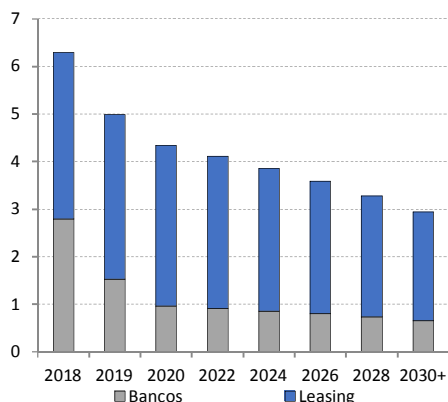
Indicadores crediticios debilitados debido al nivel de deuda que mantiene la entidad asociado a proyectos en construcción y terrenos para nuevos negocios

- La entidad, durante los últimos años, ha presentado un constante aumento en los niveles de deuda asociado a la ejecución de un plan de expansión, el cual se ha financiado a través de un equilibrado mix entre deuda financiera, generación propia y, en menor medida, aportes de capital.

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

Perfil de vencimiento

Cifras en millones de UF



Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes, a junio de 2018, por \$ 5.594 millones.
- Una generación consistente con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.
- Líneas de créditos comprometidas por UF 2,8 millones.

Principales Usos de Liquidez

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

A su vez, la estrategia de financiamiento de la compañía consiste en financiar al corto plazo cuando el proyecto está en las etapas de desarrollo y construcción y, posteriormente, cuando el activo está en operación, la deuda asociada es refinanciada al largo plazo con tasa fija en UF.

- El nivel de endeudamiento financiero registró una constante disminución desde las 1,4 veces obtenidas en 2014 hasta alcanzar las 0,8 veces en 2017. Ello producto que el mayor nivel de deuda fue compensado con un recurrente aumento en el capital patrimonial, asociado a las ganancias acumuladas y en 2017 a una relevante alza en el capital emitido.

Sin embargo, a junio de 2018, debido a la mayor deuda proveniente de la reciente adquisición de activos inmobiliarios el *leverage* financiero presentó un incremento hasta las 1,4 veces.

- Durante el primer semestre de 2018, la deuda financiera de Patio Comercial alcanzó los \$ 191.847 millones, exhibiendo un crecimiento del 104,4% en comparación de diciembre de 2017.
- Al respecto, en términos de su composición el 30,4% de la deuda se encuentra en el corto plazo, opuesto a lo observado en la industria. Estos, corresponden mayoritariamente a deuda asociada a proyectos en desarrollo y terrenos, los cuales son refinanciados en el corto plazo hasta que se inicie la etapa de operación del proyecto y, posteriormente, se refinancia a largo plazo.

A igual fecha, se observa que el 55,6% de la deuda es por *leasing* financiero, asociado a los proyectos en operación, con un perfil de vencimiento estructurado en el largo plazo (hasta 2044), con cuotas mensuales acotadas, consistente con su giro de renta inmobiliaria.

- En los últimos años, los indicadores crediticios han presentado un constante deterioro debido a la menor generación de Ebitda ajustado registrada en algunos periodos en conjunto con el constante aumento en el nivel de deuda, generando una mayor carga financiera, la cual en el largo plazo sería compensada con la generación de los proyectos.

Adicionalmente, se debe señalar que estos indicadores de cobertura, a junio de 2018, contemplan un Ebitda ajustado anualizado por doce meses móviles, lo que genera que se consideren los últimos seis meses de 2017 que no incorporan los flujos provenientes de los activos que comenzaron a consolidar desde febrero.

- Así, a junio de 2018, el indicador de Ebitda ajustado sobre los gastos financieros presentó un leve incremento hasta las 1,2 veces en comparación de diciembre de 2017 (1,1 veces) manteniéndose por debajo de los rangos históricos.

A su vez, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda se incrementó hasta las 26,1 veces durante el primer semestre de 2018, superior a las 20,2 veces obtenidas a fines de 2017 y a los rangos esperados para la clasificación.

- No obstante, al considerar que la generación de Ebitda ajustada de los próximos seis meses, debido a la predictibilidad de los flujos en la industria, será similar al primer semestre, se observa que el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado alcanza cerca a las 14 veces, coherente con lo esperado.

A lo anterior, se debe incorporar las presiones asociada a los proyectos en construcción sumado al proceso de emisión de bonos corporativos que se encuentra realizando la entidad que debilitarían los indicadores crediticios.

Liquidez: Robusta

- La empresa cuenta con una liquidez calificada como "Robusta". Esto considera, a junio de 2018, una caja por \$ 5.594 millones, una generación de fondos (FCNOA) anualizada por \$ 10.319 millones, en comparación con vencimientos de corto plazo por \$ 58.412 millones.
- Al respecto, si bien dichos vencimientos se ven relevantes, se debe señalar que los correspondientes a la deuda de largo plazo son cerca de \$ 2.345 millones, los cuales son cubiertos con su generación de flujos.

El saldo restante de amortizaciones en el corto plazo, corresponden a préstamos bancarios mayoritariamente asociados a terrenos y proyectos en desarrollo.

- Adicionalmente, la entidad cuenta con dos líneas de crédito comprometidas, la primera con Banco Itaú por UF 1,8 millones y la segunda con Banco Security por UF 1 millón.

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

Al respecto, la primera línea de crédito posee 3 tramos, siendo los dos primeros para la adquisición y construcción de bienes inmuebles por hasta UF 1,8 millones. El tercer tramo permite, en caso de necesidad, reestructurar la deuda de los primeros tramos en un plazo de 8 años.

En el caso de la línea de crédito con el Banco Security contempla los primeros tres tramos similares que la anterior línea y se agrega un cuarto tramo el cual está disponible para la adquisición de activos inmobiliarios en operación.

- Además, la liquidez se ve favorecida por la disponibilidad de líneas de crédito no comprometidas por cerca de \$ 5.800 millones.
- Feller Rate, considera que a pesar de que las necesidades de refinanciamiento son relevantes, éstas se consideran manejables, en atención a la amplia capacidad para acceder al mercado financiero nacional que mantiene Patio Comercial. Además, ésta se ve fortalecida por la flexibilidad financiera que le otorga las líneas de créditos comprometidas.

Adquisición por parte del Grupo Patio de la participación de Capital Advisors en Patio Comercial generara un debilitamiento de los indicadores crediticios de ésta

- Grupo Patio adquirió el 50% restante de la propiedad de Patio Comercial que pertenecía a Capital Advisors.

Esta operación contempla las siguientes etapas: I) aumento de capital en Grupo Patio por UF 1,5 millones; II) Grupo Patio realizó un aumento en Patio Comercial por UF 1,5 millones; III) Patio Comercial capitaliza UF 538 mil de cuentas con relacionadas (pagares y reconocimiento de deuda con Grupo Patio y Capital Advisors; IV) Patio Comercial emite un bono por UF 2 millones; V) Pago de dividendos por cerca de UF 1 millón de Patio Comercial a Grupo Patio por resultados acumulados; VI) Préstamo de Patio Comercial a Grupo Patio.

- Al respecto, se debe señalar que la emisión por UF 2 millones que contempla realizar la entidad, sería con un plazo de 25 años con una amortización tipo *bullet* y los fondos recaudados se utilizarían para el refinanciamiento de un crédito puente que financia la compra de la propiedad.
- Feller Rate, considera que la estructura del bono permite mantener cierta holgura para la compañía en términos de amortizaciones, considerando que la gran mayoría de los leasings financieros terminan entre 2042 y 2044.
- Sin embargo, la incorporación de ésta deuda sumado a la cartera de inversiones que mantiene la entidad, generaran en el corto y mediano plazo un deterioro en los indicadores, que será compensado, en parte, con la generación de los actuales proyectos en maduración.

En particular, se espera que la entidad cuente con una liquidez robusta, manteniendo líneas comprometidas y no comprometidas, y una cobertura de Ebitda sobre gastos financieros ajustados (descontando intereses del bono que se encuentran calzados con los intereses provenientes de Grupo Patio por el préstamo inter-compañía) cercano a las 2 veces.

Por otro lado, existe una alta probabilidad que la entidad al momento de amortizar el bono, debido a la industria en que pertenece, este tenga que ser refinanciado, lo cual no debiera tener mayores complicaciones debido a su actual acceso al mercado financiero.

Solvencia	2 enero de 2018	26 noviembre 2018
Perspectivas	A	A
Líneas de Bonos	Estables	Estables
	A	A

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de pesos

	2014	2015	2016	2017	Junio 2017	Junio 2018
Ingresos Ordinarios	8.239	5.908	7.651	9.555	3.986	9.051
Ebitda ⁽¹⁾	3.435	2.092	1.258	4.077	2.452	6.492
Ebitda Ajustado ⁽²⁾	6.323	7.002	6.274	4.435	3.961	6.663
Resultado Operacional	3.340	1.998	1.160	3.976	2.403	6.441
Ingresos Financieros	575	16	134	295	57	1.270
Gastos Financieros	-4.450	-2.758	-3.386	-4.167	-1.904	-3.851
Gastos Financieros Ajustados ⁽³⁾	-4.450	-2.758	-3.386	-4.167	-1.904	-3.851
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	2.312	13.455	11.653	6.680	2.189	4.688
Flujo Caja Neto de la Operación	1.975	2.127	1.869	6.559	1.148	4.908
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) ⁽⁴⁾	1.975	2.113	1.868	6.559	1.148	4.908
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados ⁽⁵⁾	2.034	-304	-1.041	1.918	-374	1.212
Inversiones en Activos fijos Netas	-12.098	-16.759	-6.128	-22.205	-13.084	-12.371
Inversiones en Acciones						-30.943
Flujo de Caja Libre Operacional	-10.064	-17.063	-7.169	-20.286	-13.457	-42.101
Dividendos pagados	-246	-418		-401		-226
Flujo de Caja Disponible	-10.310	-17.480	-7.169	-20.687	-13.457	-42.327
Movimiento en Empresas Relacionadas	-777	450	-169	-41.772	-1.000	-8.708
Otros movimientos de inversiones	13.454	1.610	640	833	387	297
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	2.367	-15.420	-6.699	-61.626	-14.070	-50.738
Variación de capital patrimonial				40.097		18.515
Variación de deudas financieras	-7.355	12.311	-596	21.218	12.396	28.065
Otros movimientos de financiamiento	805					
Financiamiento con EERR	6.955	1.061	7.001	4.145	1.677	5.490
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	2.771	-2.048	-294	3.833	3	1.332
Caja Inicial		2.771	723	428	428	4.262
Caja Final	2.771	723	428	4.262	431	5.594
Caja y equivalentes	2.771	723	428	4.262	431	5.594
Cuentas por Cobrar Clientes	1.438	1.543	544	993	433	1.446
Inventario						
Deuda Financiera ⁽⁶⁾	55.028	69.247	69.872	93.879	83.534	191.847
Activos Totales	109.075	141.170	163.720	243.181	180.515	363.495
Pasivos Totales	70.349	89.406	100.303	118.588	115.200	224.917
Patrimonio + Interés Minoritario	38.726	51.764	63.417	124.593	65.316	138.578

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

(2) Ebitda Ajustado = Ebitda + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación.

(3) Gastos Financieros Ajustados = Gastos Financieros + Intereses financieros recibidos por Grupo Patio asociado a los bonos.

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

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

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

Principales Indicadores Financieros

	2014	2015	2016	2017	Junio 2017	Junio 2018
Margen Bruto	83,6%	78,3%	72,9%	75,2%	83,7%	87,4%
Margen Operacional (%)	40,5%	33,8%	15,2%	41,6%	60,3%	71,2%
Margen Ebitda ⁽¹⁾ (%)	41,7%	35,4%	16,4%	42,7%	61,5%	71,7%
Margen Ebitda Ajustado ⁽²⁾ (%)	76,7%	118,5%	82,0%	46,4%	99,4%	73,6%
Rentabilidad Patrimonial (%)	6,0%	26,0%	18,4%	5,4%	19,1%	6,6%
Costo/Ventas	16,4%	21,7%	27,1%	24,8%	16,3%	12,6%
Gav/Ventas	43,0%	44,4%	57,7%	33,6%	23,4%	16,3%
Días de Cobro	62,8	94,0	25,6	37,4	17,6	35,6
Días de Pago	604,0	625,5	358,8	697,2	211,2	637,4
Días de Inventario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endeudamiento total	1,8	1,7	1,6	1,0	1,8	1,6
Endeudamiento financiero	1,4	1,3	1,1	0,8	1,3	1,4
Endeudamiento Financiero Neto	1,3	1,3	1,1	0,7	1,3	1,3
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	16,0	33,1	55,5	23,0	37,1	23,6
Deuda Financiera / Ebitda Ajustado ⁽²⁾ (vc)	8,7	9,9	11,1	21,2	9,5	26,9
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	15,2	32,8	55,2	22,0	36,9	22,9
Deuda Financiera Neta / Ebitda Ajustado ⁽²⁾ (vc)	8,3	9,8	11,1	20,2	9,5	26,1
Ebitda ⁽¹⁾ / Gastos Financieros(vc)	0,8	0,8	0,4	1,0	0,6	1,3
Ebitda Ajustado ⁽²⁾ / Gastos Financieros Ajustados ⁽³⁾ (vc)	1,4	2,5	1,9	1,1	2,2	1,2
FCNOA ⁽⁴⁾ / Deuda Financiera (%)	3,6%	3,1%	2,7%	7,0%	3,6%	5,4%
FCNOA ⁽⁴⁾ / Deuda Financiera Neta (%)	3,8%	3,1%	2,7%	7,3%	3,6%	5,5%
Liquidez Corriente (vc)	0,5	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3

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

(2) Ebitda Ajustado = Ebitda + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación.

(3) Gastos Financieros Ajustados = Gastos Financieros + Intereses financieros recibidos por Grupo Patio asociado a los bonos.

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

Características de los instrumentos

LÍNEAS DE BONOS	909	910
Fecha de inscripción	30-08-2018	30-08-2018
Monto	U.F. 3.000.000	U.F. 3.000.000
Plazo	10 años	30 años
Serías inscritas y vigentes al amparo de la línea	Leverage financiero (Deuda Financiera Neta/ Patrimonio Neto) menor o igual a 1,75 veces. Mantener propiedad directa o indirecta por más de un 50% de las Filiales Relevantes.	
Covenants	El Emisor deberá abrir y mantener en el Banco Santander Chile una cuenta de reserva, para cada serie de bonos que sean colocados con cargo a la línea. Esta, tiene por objeto asegurar la disponibilidad de recursos para permitir el pago de las cuotas de intereses de la serie. Al respecto, si la cobertura de gastos financieros netos es menor o igual a uno, se deberá fondar la cuenta con un monto igual al importe de dos cuotas de intereses siguientes. Si la cobertura de gastos financieros netos es mayor que uno y menor o igual que dos, se deberá fondar la cuenta con un monto igual al importe de una cuota de interés siguiente.	

Nomenclatura de Clasificación

Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda de Largo Plazo

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

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

Títulos de Deuda de Corto Plazo

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

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

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

Acciones

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

Perspectivas

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

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

Creditwatch

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

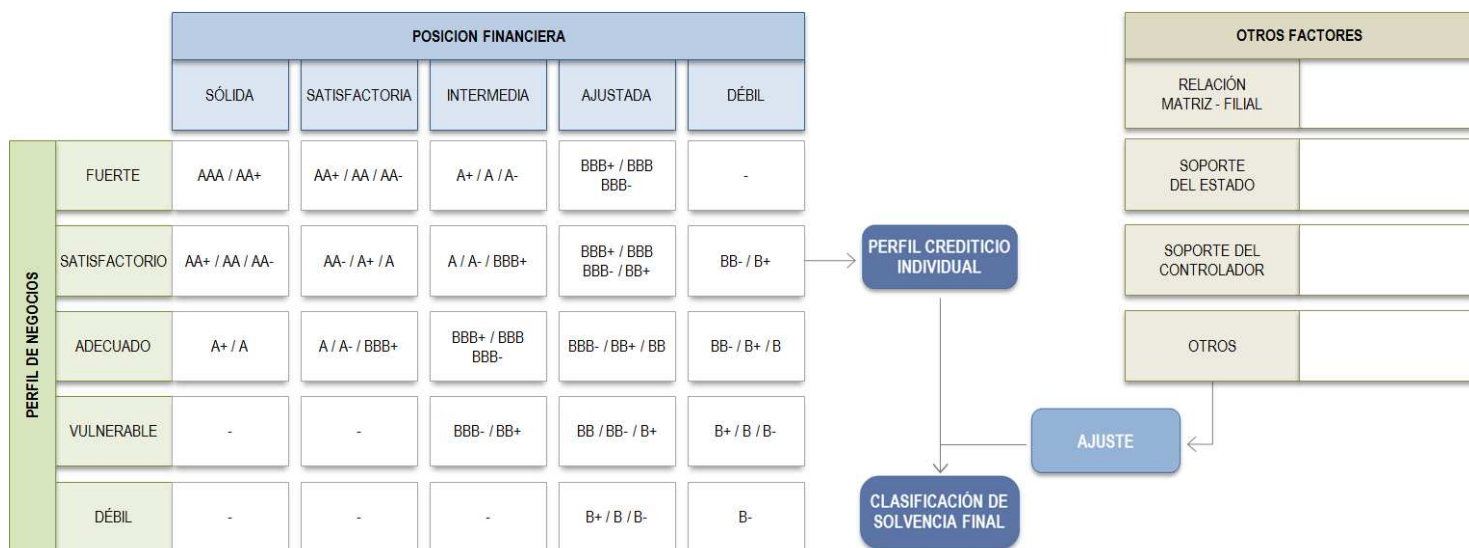
- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Descriptor de Liquidez

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

Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Clasificación Final

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



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

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