

Ratings

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

| Instrumentos | Rating | Acción de Rating | Tendencia | Acción de Tendencia | Metodología |
|---------------------|--------|------------------|-----------|---------------------|---|
| Solvencia | A- | Confirmación | Estable | Confirmación | General de empresas |
| Efectos de comercio | N1/A- | Confirmación | Estable | Confirmación | Criterio: Relación entre clasificaciones de riesgo de corto y largo plazo |

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en categoría A-** con tendencia estable, la solvencia de AVLA S.A. (en adelante AVLA, la compañía o la empresa). Asimismo, **ratifica en categoría N1/A-**, tendencia estable las líneas de efectos de comercio con sus respectivas series.

La ratificación de la clasificación de solvencia se sustenta en la fortaleza – tanto cuantitativa como cualitativa – de los negocios desarrollados por AVLA, en la situación financiera consolidada de la compañía y en otros factores adicionales. Al respecto:

- **Fortaleza de los negocios:** En opinión de ICR, la clasificación de AVLA Seguros refleja una buena capacidad de cumplimiento de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía (mayor información en [informe anual de clasificación](#), marzo 2018).

AVLA S.A.G.R., por su parte, se posiciona como líder de su industria tanto en montos como operaciones transadas, mostrando resultados positivos y generalmente crecientes a través del tiempo. Sus fondos de garantía evidencian un dispar comportamiento dependiendo del programa al que pertenecen.

- **Otros factores:** El tamaño relativo de AVLA se ha ido incrementando conforme se ha ido desarrollando su negocio. Al respecto, la compañía ha mostrado una buena posición en sus respectivos mercados aun cuando su negocio se encuentra en proceso de crecimiento dada su baja trayectoria en el mercado.

Se destaca la participación activa de los propietarios de la compañía, tanto en la administración, la mejora continua de la empresa e inyección de capital (de ser necesario), tal y como se aprobó en la junta extraordinaria de accionistas de fecha 11 de agosto de 2017, por \$7.000 millones. A pesar de lo anterior, dado que los negocios de AVLA se encuentran en proceso de crecimiento, no se esperan modificaciones positivas de su clasificación de riesgo al corto plazo dada la incertidumbre que cualquier maduración de negocios puede generar: cambios estratégicos, reestructuración de administración, directorio, financiamiento, etc.

- **Riesgo financiero:** A junio de 2018 la compañía aumentó 30,8% su deuda financiera consolidada, influida por el crecimiento de sus negocios y su consecuente capital de trabajo para sostener este crecimiento. La deuda está compuesta por obligaciones con bancos, efectos de comercio y obligaciones con terceros.

De la deuda bancaria que mantiene la compañía a nivel consolidado, una parte corresponde a capital de trabajo mantenida por AVLA Factoring, mientras que los efectos de comercio corresponden a emisiones de AVLA S.A.

El perfil de amortización indica que, si bien la mayor parte de la deuda se concentra al corto plazo, ésta corresponde principalmente a obligaciones *revolving*. Dada esta estructura de deuda y el flujo generado a nivel consolidado, la compañía cubriría sus obligaciones de los siguientes doce meses. En la medida que AVLA incrementa significativamente su stock de deuda, de modo tal que se evidencie un deterioro en sus indicadores, podría producirse un cambio de clasificación de solvencia y efectos de comercio.

La evaluación del riesgo del negocio, esto es fortaleza de sus filiales, en conjunto con otros factores como gobierno corporativo y la situación financiera consolidada, indican que la clasificación de solvencia se inclina hacia categoría A-. Si bien la situación financiera de AVLA indica que se trata de una fortaleza financiera, por el momento, “Adecuada”, ésta podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o tendencia asignada.

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

Lo anterior significa que, considerando que AVLA mantiene una clasificación de solvencia de A-, sus instrumentos de corto plazo califican en N1, lo que corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Antecedentes de la Compañía

1. Antecedentes generales

AVLA participa en la industria de servicios financieros en Chile y Perú a través de garantías técnicas, garantías financieras, soluciones de financiamiento y seguros de crédito, según el siguiente detalle:

| Negocio | Descripción | Filial |
|-----------------------|---|--|
| Garantías financieras | Garantía que respalda el pago de un crédito otorgado a empresas por parte de acreedores financieros con el fin de garantizar el pago al acreedor. | AVLA S.A.G.R. y First Aval S.A.G.R. |
| Garantías técnicas | Garantía que respalda el cumplimiento de compromisos contractuales con terceros mediante una póliza de garantía o certificado de fianza. | AVLA Seguros de Crédito y Garantía S.A. (clasificada en categoría A, por ICR). |
| Seguros de crédito | Otorgamiento de seguro de crédito tradicional, seguro de crédito <i>single risk</i> y seguro de crédito de acceso a liquidez. | AVLA Seguros de Crédito y Garantía S.A. (clasificada en categoría A, por ICR). |
| Financiamiento | Servicio de factoring. | AVLA Factoring S.A. |
| Corredores de Bolsa | Intermediación en la bolsa de productos (principalmente facturas). | AVLA Corredores de Bolsa S.A. |

Tabla 1: Principales negocios de AVLA.

(Fuente: Elaboración propia con información de Memoria 2017)

La compañía es administrada por un directorio compuesto por siete miembros que pueden ser reelegidos indefinidamente. La última renovación de directores se realizó en abril de 2018, luego de la renuncia de Gerardo Varela en febrero de este año, quedando conformado según el siguiente detalle:

| Directorio | |
|----------------------------------|------------|
| Diego Fleischmann Chadwick | Presidente |
| Alberto Chadwick Molina | Director |
| Mauricio Balbontín O'Ryan | Director |
| Juan Carlos Jobet Eluchans | Director |
| Juan Andrés Conrads Zauschkevich | Director |
| Andrés Segú Undurraga | Director |
| Pedro Pablo Álamos Rojas | Director |

Tabla 2: Directorio.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

La Industria

Los principales negocios desarrollados por la compañía, a la fecha, corresponden a garantías financieras (SGR) y Seguros de Garantía y Seguros de Crédito (Compañía de Seguros).

El segmento de financiamiento, si bien se encuentra vigente, por una nueva estrategia comercial se redujeron los negocios de *factoring* y *leasing*.

Respecto a los principales negocios de AVLA, se tiene que:

De acuerdo a lo que establece la Ley de Sociedades Anónimas, AVLA no califica para mantener un comité de directores ni directores independientes. No obstante, tiene conformados los comités de inversiones y finanzas, de auditoría y estratégico de riesgo, los que sesionan regularmente.

Los accionistas de la compañía son los señores Diego Fleischmann Chadwick, Ignacio Álamos, Pedro Pablo Álamos, Diego Fleischmann Echeñique, Alberto Chadwick, Juan Conrads, Franco Mundi y Andrés Heusser, quienes participan en AVLA S.A. a través de las siguientes sociedades de inversión:

| Accionista | % de participación | Representante |
|---|--------------------|-----------------------------|
| Inversiones Los Bumps Uno Limitada | 19,9% | Ignacio Álamos |
| Inversiones Pedro Álamos E.I.R.L. | 16,3% | Pedro Pablo Álamos |
| Inversiones Alcántara SpA. | 15,9% | Juan Conrads |
| Chg Asesorías E Inversiones Ltda. | 14,18% | Alberto Chadwick |
| Inversiones Los Bumps Dos Limitada | 14,5% | Diego Fleischmann Chadwick |
| Soc. de Inv. y Ases. Golfo De Darien Y Cía. Ltda. | 10,82% | Diego Fleischmann Echeñique |
| Inversiones Franja Limitada | 5,41% | Franco Mundi |
| Inversiones Bonus Limitada | 3,00% | Andrés Heusser |

Tabla 3: Estructura de propiedad a diciembre de 2017.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

En agosto de 2017 se aprobó en junta extraordinaria de accionistas un aumento de capital por hasta \$7.000 millones. A la fecha, se encuentra pagado \$2.000 millones materializados en septiembre de 2017, cuyos fondos fueron destinados al financiamiento de las filiales para el crecimiento y fortalecimiento de su negocio.

1. Garantías financieras¹:

Las SGR surgieron el año 2009 como una alternativa para mejorar el acceso a financiamiento de las Pymes, operando como intermediarias entre la banca y las pequeñas y medianas empresas.

A la fecha, existen nueve sociedades de garantía operando en el mercado, entre las cuales AVLA (a través de sus filiales AVLA S.A.G.R. y First Aval) mantenía el 28,0% de participación a junio de 2018, según información publicada por CORFO (medido por monto vigente, UF).

Participación de Mercado por monto, UF (junio 2018, %)

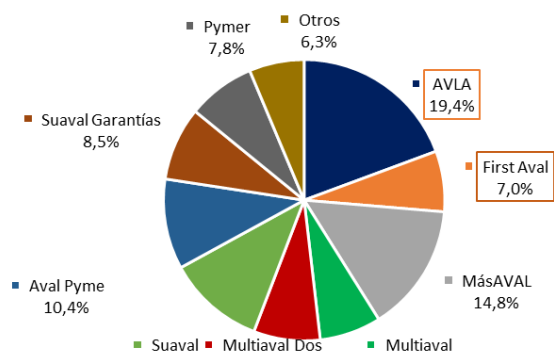


Gráfico 1: Participación de mercado por monto vigente (junio 2018).
(Fuente: Elaboración propia con información de CORFO)

2. Seguro de Crédito y Garantía²:

AVLA opera en el mercado asegurador (seguros generales) tanto en Chile como en Perú.

A junio de 2018, la prima directa de AVLA Seguros fue de \$11.825 millones, lo que representó el 25,9% de participación de mercado en el segmento de garantías y crédito y 1,0% respecto al total de mercado de seguros generales.

Participación Seguros de Crédito y Garantía (%)

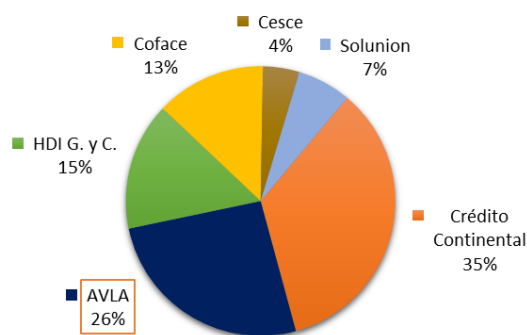


Gráfico 2: Participación de mercado por prima directa (junio 2018).
(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

En Perú, la compañía participa desde abril de 2016, apuntando al mismo segmento objetivo que en Chile: seguros de garantías y de crédito. En términos de participación de mercado, AVLA Perú mantiene el 0,43% en el mercado de seguros generales.

Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo del negocio de la compañía,

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por AVLA. A pesar que muchos de los riesgos tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía.

| Principales riesgos ³ | Principales mitigadores aplicados por AVLA |
|----------------------------------|---|
| | <p>1. SGR:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Traspaso del riesgo a fondos de garantía. • Política de diversificación de los reafianzamientos. • Foco en clientes con garantías. • Comités de admisión y seguimiento de clientes. |
| Riesgo de cartera | <p>2. Financiamiento:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Políticas de crédito y cobranza. • Parte del riesgo de AVLA Leasing es cubierto con una sociedad de garantía recíproca externa. <p>3. Seguros:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Pago de la prima es al contado anticipado. Los pagos sobre 60 días son documentados. • Reaseguradores con alta clasificación crediticia. |
| Ciclo económico | <ul style="list-style-type: none"> • Diversificación de las colocaciones en términos de sectores económicos y deudores. |
| Riesgo de liquidez | <ul style="list-style-type: none"> • Comité de finanzas compuesto por tres directores y el gerente de finanzas. • Exigencias normativas patrimoniales (fondo de reserva patrimonial). |
| Riesgo normativo | <ul style="list-style-type: none"> • Se evalúan caso a caso, dependiendo la normativa a dar cumplimiento. • Comité de seguimiento de informes regulatorios. • Comité de auditoría. • Refuerzo del área legal. |
| Riesgo de competencia | <ul style="list-style-type: none"> • Sin mitigador específico, salvo su liderazgo en el mercado de Garantías Financieras y Garantías Técnicas. |

Tabla 4: Principales riesgos del negocio y mitigadores de AVLA.
(Fuente: Elaboración propia con información de AVLA)

Así, si bien toda la industria se encuentra afecta a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

En opinión de ICR, aquellas empresas con una liquidez ajustada pueden verse mayormente afectadas ante estos riesgos al tener menor margen de reacción ante eventualidades.

en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

FORTALEZA FINANCIERA NEGOCIO DE SEGUROS

En opinión de ICR, la clasificación de AVLA Seguros refleja una buena capacidad de cumplimiento de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía (mayor información en [informe de clasificación](#) de AVLA Seguros de Crédito y Garantía).

En este sentido, el procedimiento general de clasificación (contenido en la [metodología de seguros generales](#)) indica que la compañía mantiene una adecuada: (i) capacidad de pago básica; (ii) posición relativa en la industria y; (iii) gobierno corporativo. Al respecto:

1. Capacidad de pago básica: La compañía está especializada en seguros de garantía y seguros de crédito, teniendo como mercado objetivo a las Pymes. Los productos que ofrece son comercializados a través de corredores y fuerza de venta propia.

Respecto a los niveles de siniestralidad, la compañía mantiene bajos niveles respecto a empresas comparables, lo que se debe en parte al programa de reaseguro, presentando niveles de retención en torno a 31,5% con reaseguros no proporcionales de varias capas.

La aseguradora mantiene relaciones de reaseguro con entidades relevantes a nivel internacional como XL Catlin (A), Swiss Re, Hannover, Arch, entre otras, las que otorgan un adecuado respaldo a la compañía.

En términos de solvencia, a junio de 2018 la compañía de seguros chilena cerró con un endeudamiento de 2,64 veces y un patrimonio neto sobre exigido de 1,20 veces.

En términos técnicos, la compañía ha presentado resultados positivos desde el 2016, lo que se ha traducido en una utilidad positiva y buenos márgenes.

Dado el nicho de negocios de esta compañía de seguros, su cartera de negocios se encuentra poco diversificada, con un riesgo adecuado al negocio.

2. Participación de mercado: El desarrollo de su negocio le ha permitido mantener una amplia participación de mercado en su nicho objetivo (segundo exponente en el mercado de garantías y crédito).
3. Gobierno corporativo: al tratarse de una compañía relativamente nueva en el mercado, los socios de la compañía conforman parte del directorio y participan activamente en la toma de decisiones de todo el grupo.

FORTALEZA FINANCIERA NEGOCIO SGR

AVLA S.A.G.R. se posiciona como líder de su industria tanto en montos como operaciones transadas, mostrando resultados positivos y crecientes a través del tiempo.

La metodología de clasificación de instituciones de garantía recíproca indica que la clasificación se sustenta en el cumplimiento de la normativa de IGR's y las exigencias de los distintos programas de CORFO. Esta

I.G.R. evidencia un buen grado de cumplimiento de la normativa actual y los compromisos adquiridos.

Adicionalmente, la clasificación considera el apoyo que brindan sus accionistas, la buena posición que ocupa la sociedad en la industria y los resultados financieros obtenidos a través del tiempo, los que permiten prever el pago de los certificados reafianzados pese al deterioro que han evidenciado los fondos, especialmente los de IGR I.

FACTORES ADICIONALES

En opinión de ICR, el tamaño relativo de AVLA se ha ido incrementando conforme va desarrollando su negocio. Al respecto, la compañía ha mostrado una buena posición de mercado en sus respectivos segmentos aun cuando su negocio se encuentra en proceso de crecimiento dada su baja trayectoria (sobre todo en el negocio de seguros).

Adicionalmente, se destaca la participación activa de los propietarios de la compañía, tanto en la administración, la mejora continua de la empresa e inyección de capital (de ser necesario), tal y como se aprobó en junta extraordinaria de accionistas de fecha 11 de agosto de 2017, por \$7.000 millones (\$2.000 millones pagados a la fecha).

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A junio de 2018, los ingresos de AVLA aumentaron 12,9%, producto principalmente del mayor ingreso del segmento de seguros lo que fue

contrarrestado parcialmente por la disminución de ingresos de los segmentos de financiamiento y SGR.

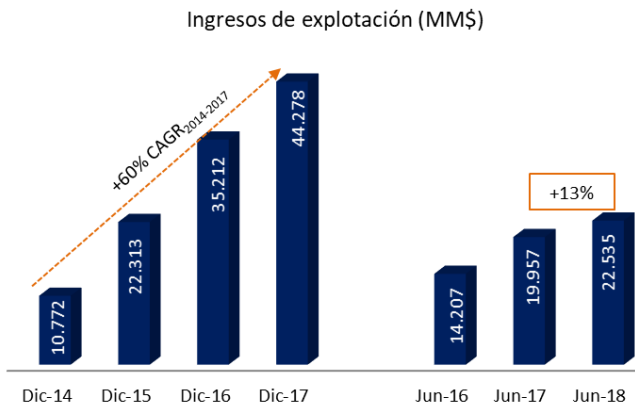


Gráfico 3: Evolución ingresos consolidados.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

La disminución de ingresos del segmento SGR a junio de 2018 respecto al mismo período del año anterior, se produjo por la menor actividad comercial. El flujo neto de actividades de operación, por su parte, cerró negativo durante el primer semestre de este año, cifra que representa una variación significativa respecto al mismo período del año anterior.

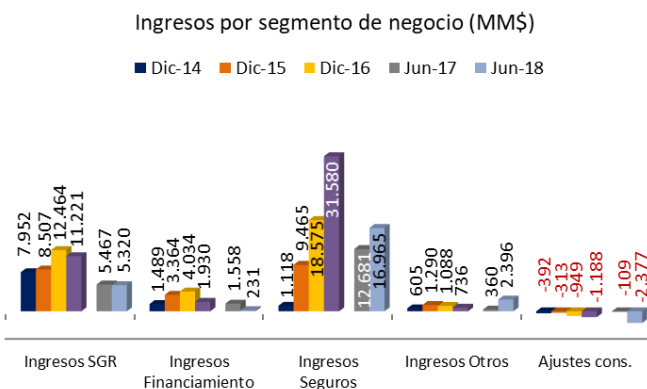


Gráfico 4: Evolución ingresos por segmentos según nota 30 de los estados financieros.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

AVLA Seguros de Crédito y Garantía incrementó 18% su prima directa a junio de 2018 respecto al mismo semestre del año anterior, lo que se relaciona con la gestión comercial que está llevando a cabo esta compañía, reflejada en el crecimiento del número de clientes activos. Bajo este escenario de crecimiento, el flujo neto por actividades de operación cerró negativo durante el primer semestre de este año.

En relación a la compañía de seguros peruana (inicio de operaciones en abril de 2016), a junio de 2018 cerró el semestre con un resultado técnico bruto por PEN 12,4 millones (alrededor de \$2.500 millones), lo que generó un flujo neto por actividades de operación negativo durante el primer semestre de este año.

Es relevante mencionar que, del resultado neto del segmento de seguros la mayor proporción proviene de la compañía de seguros peruana, lo que refleja el buen resultado de la empresa pese a la escasa trayectoria en ese mercado.

Respecto al segmento de negocios de financiamiento – esto es, leasing, factoring y créditos –, éste continúa contraído producto de un cambio de estrategia de la compañía, que considera dejar de ofrecer leasing y créditos durante el período. El flujo neto de actividades de operación disminuyó al primer semestre de este año respecto al mismo período del año anterior, pero continúa positivo.

La utilidad de AVLA S.A. a junio de 2018 cerró en \$816 millones, lo que representa un decrecimiento de 51% respecto al mismo período del año anterior, principalmente por la menor utilidad del segmento financiero y de la compañía de seguro chilena.

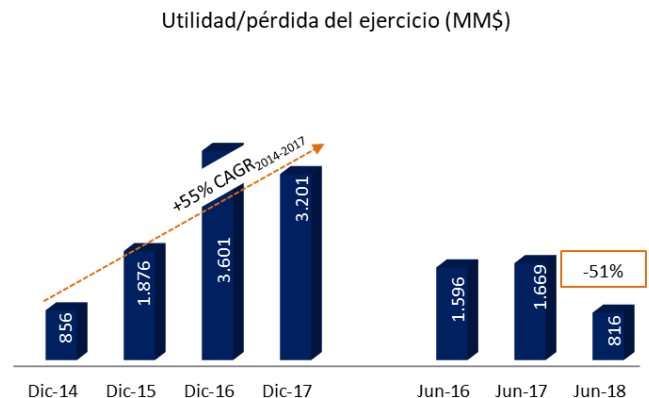


Gráfico 5: Evolución utilidad neta del ejercicio.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

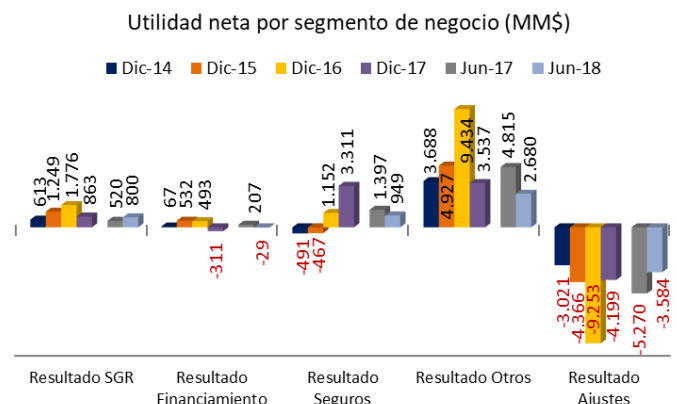


Gráfico 6: Evolución utilidad por segmento de negocio según nota 30 de los estados financieros.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Respecto de la cuarta clasificación “Resto de los segmentos” este segmento opera con empresas de giro Inmobiliario, Centro de Servicios Compartidos y otras empresas de menor tamaño, entre otros. Entre

sus principales clientes corresponde a las sociedades que conforman AVLA S.A., las cuales presentan operaciones de arriendo de inmuebles, servicios administrativos y asesorías, entre otros. Estas operaciones

entre partes relacionadas del mismo grupo son eliminadas en los estados financieros consolidados.

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Desde diciembre de 2014 hasta junio de 2018, la compañía aumentó su deuda financiera⁴ desde \$12.947 millones hasta \$16.269 millones, lo que está influido por el crecimiento de sus negocios y su consecuente capital de trabajo para sostener el crecimiento. La deuda está compuesta por obligaciones con bancos, efectos de comercio y obligaciones con terceros⁵.

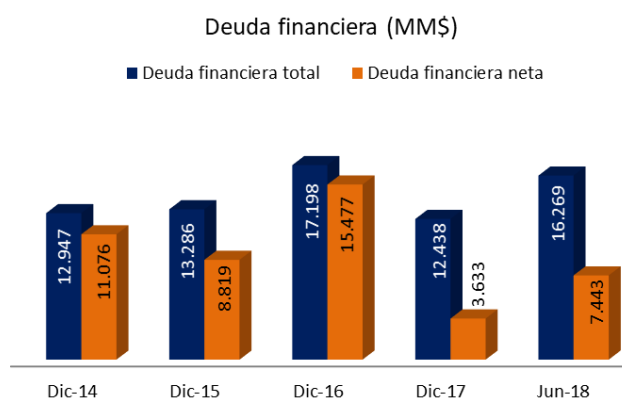


Gráfico 7: Deuda financiera total y deuda financiera neta.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

De la deuda bancaria que mantiene la compañía a nivel consolidado, una parte corresponde a capital de trabajo mantenida por AVLA Factoring, mientras que los efectos de comercio corresponden a emisiones de AVLA S.A. cuyos fondos son traspasados a filiales del grupo vía préstamos relacionados.

A la fecha de emisión de este informe, la deuda estaba compuesta principalmente por efectos de comercio por un monto de \$12.000 millones aproximadamente, cifra que podría incrementarse los próximos periodos.

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación, por parte de ICR, del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores establecidos en la [metodología general de empresas](#) y detallado en este informe en el apartado Clasificación de Riesgo del Negocio;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los principales indicadores financieros, establecido en la [metodología general](#)

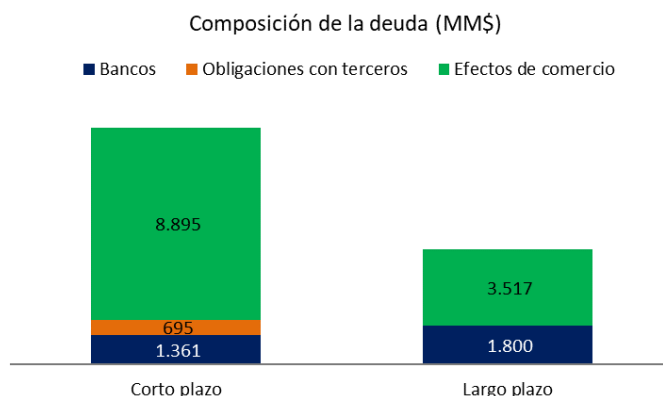


Gráfico 8: Composición de la deuda.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

El perfil de amortización indica que, si bien la mayor parte de la deuda se concentra al corto plazo, ésta corresponde en su gran parte a obligaciones *revolving*. Dada esta estructura de deuda y el flujo generado a nivel consolidado, la compañía cubriría sus obligaciones de los siguientes doce meses⁶ bajo el supuesto que la deuda correspondiente a efectos de comercio opera como deuda *revolving*.

| Indicador (N° de veces) | Dic-14 | Dic-15 | Dic-16 | Dic-17 | Jun-18 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| Endeudamiento total ⁷ | 7,33 | 3,84 | 3,99 | 3,49 | 3,91 |
| Endeudamiento neto ⁸ | 6,88 | 3,37 | 3,85 | 2,93 | 3,35 |
| Endeudamiento financiero ⁹ | 3,18 | 1,41 | 1,43 | 0,78 | 1,03 |
| Endeudamiento financiero neto ¹⁰ | 2,72 | 0,93 | 1,29 | 0,23 | 0,47 |
| Razón circulante ¹¹ | 1,32 | 1,02 | 1,35 | 1,31 | 1,31 |

Tabla 5: Principales indicadores utilizados en la clasificación.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

de empresas y detallado en este informe en el apartado Evaluación del Riesgo Financiero.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en que la liquidez se encuentre ajustada.

Para el caso de AVLA S.A., la evaluación del riesgo del negocio, esto es fortaleza de sus filiales (principalmente compañía de seguros y SGR),

en conjunto con otros factores como gobierno corporativo y la situación financiera consolidada, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, indican que la clasificación de solvencia se inclina hacia categoría A-.

Si bien la situación financiera de AVLA indica que se trata de una fortaleza financiera, por el momento, “Adecuada”, ésta podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o tendencia asignada, toda vez que la estrategia de la compañía se torne hacia una política de financiamiento de mayor riesgo, que implique un deterioro significativo de los indicadores actuales o, en su defecto, que los negocios de AVLA no generen el flujo esperado que permita mantener los indicadores de deuda en los niveles actuales.

Dado que la compañía, a través de sus negocios, se encuentra en proceso de crecimiento, no se esperan modificaciones positivas de su clasificación de riesgo al corto plazo dada la incertidumbre que cualquier

maduración de negocios puede generar: cambios estratégicos, reestructuración de administración, directorio, financiamiento, etc. De existir un cambio en la clasificación de riesgo de alguna de sus filiales, se evaluará el impacto que podría tener en el rating de AVLA S.A.

La estructura de negocios de AVLA indica que no existen acreedores relevantes a nivel de filiales, por lo que los acreedores de la matriz tienen acceso al valor de las filiales ante la eventualidad de default, no existiendo, por tanto, subordinación estructural.

En la medida que la estrategia de negocios de AVLA continúe vigente – esto es, con toma de decisiones centralizada y desarrollo de sus operaciones de manera conjunta, sin existencia de deuda relevante a nivel de filiales –, la clasificación de riesgo de solvencia será asignada en base a la metodología general de empresas.

Instrumentos Clasificados

1. Efectos de comercio

La compañía mantiene vigente las líneas de efectos de comercio N° 111 (por \$10.000 millones) y 121 (\$6.000 millones) inscritas el 12 de abril de 2016 y 23 de marzo de 2018, respectivamente.

A agosto de 2018, las series vigentes al amparo de estas líneas son las siguientes:

| | Serie | Fecha inscripción | Monto Inscrito (millones) | Deuda vigente | Vencimiento | Estado |
|-----------|-------|-------------------|---------------------------|---------------|-------------|----------|
| Línea 111 | B1 | 04-dic-17 | \$2.000 | \$2.000 | 27-may-20 | Colocada |
| | B2 | 04-dic-17 | \$2.000 | \$2.000 | 12-ago-20 | Colocada |
| | C1 | 09-mar-18 | \$1.000 | \$1.000 | 14-mar-19 | Colocada |
| | C2 | 09-mar-18 | \$1.000 | \$1.000 | 15-mar-19 | Colocada |
| | E1 | 22-jun-18 | \$0,9 | \$0,9 | 20-jun-19 | Colocada |
| | E2 | 22-jun-18 | \$0,9 | \$0,9 | 05-jul-19 | Colocada |
| Línea 121 | D1 | 16-abr-18 | \$2.000 | \$2.000 | 25-nov-20 | Colocada |
| | D2 | 16-abr-18 | \$2.000 | \$2.000 | 27-01-21 | Colocada |
| | D3 | 16-abr-18 | \$2.000 | \$2.000 | 24-mar-21 | Colocada |

Tabla 6: Detalle series de efectos de comercio a agosto de 2018.
(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

Los principales *covenants* asociados a esta línea de efectos de comercio son exigencias de endeudamiento total, liquidez y patrimonio mínimo. Al respecto:

| Covenants | Exigencia | Obtenido a dic-17 | Obtenido a jun-18 |
|-----------------------------------|-----------|-------------------|-------------------|
| Endeudamiento total (N° de veces) | <= 5,0 | 3,49 | 3,91 |
| Razón corriente (N° de veces) | >= 1,0 | 1,30 | 1,31 |
| Patrimonio mínimo (UF) | 300.000 | 591.655 | 581.081 |

Tabla 7: *Covenants* asociados a los efectos de comercio.

(Fuente: Confección propia con información de la compañía)

En relación a la clasificación de las líneas de efectos de comercio, existe una relación estándar entre el rating de corto y de largo plazo (solvencia) salvo cuando existan situaciones excepcionales de exceso o falta de liquidez muy significativa (**Criterio: Relación entre Clasificaciones de Corto y de Largo Plazo**). La correlación entre la clasificación de corto y de largo plazo se debe a que los factores claves que definen el rating son casi idénticos. En primera instancia, riesgos tales como cambios gerenciales, posibles cambios regulatorios y desafíos relacionados a cambios tecnológicos, parecen ser factores de largo plazo que deberían tener poco que ver con la capacidad de la compañía para refinanciar sus obligaciones de efectos de comercio de corto plazo. Sin embargo, la aparición de riesgos de largo plazo puede tener un impacto de corto plazo en la habilidad de la compañía para pagar o refinanciar sus efectos de comercio.

Lo anterior significa que, considerando que AVLA mantiene una clasificación de solvencia de A-, sus instrumentos de corto plazo califican en N1, que corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

CATEGORÍA A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

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

EFFECTOS DE COMERCIO

NIVEL 1 o N1

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA

| Fecha | Clasificación | Tendencia | Motivo |
|------------|---------------|-----------|--|
| 07-oct-15 | A | Estable | Primera Clasificación |
| 21-sept-16 | A- | Estable | Reseña anual con cambio de clasificación |
| 29-sept-17 | A- | Estable | Reseña anual |
| 28-sept-18 | A- | Estable | Reseña anual |

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN

| Fecha | Clasificación | Tendencia | Motivo |
|-----------|---------------|-----------|--|
| 07-oct-15 | N1/A | Estable | Primera Clasificación (primera línea) |
| 21-sep-16 | N1/A- | Estable | Reseña anual con cambio de clasificación |
| 29-sep-17 | N1/A- | Estable | Reseña anual |
| 08-feb-18 | N1/A- | Estable | Primera Clasificación (segunda línea) |
| 28-sep-18 | N1/A- | Estable | Reseña anual |

Anexo

SITUACIÓN FINANCIERA AVLA (MM\$)

| | Dic-14 | Dic-15 | Dic-16 | Dic-17 | Jun-16 | Jun-17 | Jun-18 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Activos corrientes | 27.174 | 28.321 | 42.378 | 58.801 | 30.615 | 48.751 | 64.741 |
| Activos no corrientes | 6.776 | 17.459 | 17.430 | 12.337 | 19.181 | 18.046 | 12.759 |
| Activos totales | 33.950 | 45.780 | 59.808 | 71.138 | 49.796 | 66.797 | 77.500 |
| Efectivo y equivalentes | 1.870 | 4.467 | 1.721 | 8.805 | 1.120 | 5.205 | 8.826 |
| Otros activos financieros corrientes | 5.809 | 6.449 | 19.016 | 21.432 | 13.656 | 21.933 | 21.509 |
| Pasivos corrientes | 20.579 | 27.703 | 31.374 | 44.999 | 25.693 | 43.270 | 49.577 |
| Pasivos no corrientes | 9.298 | 8.621 | 16.446 | 10.282 | 12.941 | 10.470 | 12.141 |
| Pasivos totales | 29.876 | 36.325 | 47.820 | 55.281 | 38.634 | 53.740 | 61.718 |
| Deuda financiera corriente | 7.376 | 11.415 | 9.074 | 9.249 | 10.785 | 11.202 | 10.952 |
| Deuda financiera no corriente | 5.571 | 1.871 | 8.123 | 3.189 | 3.681 | 3.723 | 5.317 |
| Deuda financiera total | 12.947 | 13.286 | 17.198 | 12.438 | 14.466 | 14.926 | 16.269 |
| Deuda financiera neta | 11.076 | 8.819 | 15.477 | 3.633 | 13.346 | 9.721 | 7.443 |
| Patrimonio | 4.073 | 9.455 | 11.988 | 15.857 | 11.162 | 13.057 | 15.782 |
| Ingresos de explotación | 10.772 | 22.313 | 35.212 | 44.278 | 14.207 | 19.957 | 22.535 |
| Margen explotación | 6.395 | 8.665 | 15.597 | 16.500 | 6.651 | 8.296 | 7.982 |
| Resultado operacional | 1.153 | 2.320 | 4.291 | 1.986 | 1.150 | 1.890 | -37 |
| Ingresos financieros | 16 | 171 | 1.311 | 3.049 | 1.327 | 1.043 | 1.233 |
| Gastos financieros | 1.033 | 2.541 | 2.239 | 1.345 | 1.865 | 1.017 | 634 |
| Gastos financieros netos | 1.017 | 2.370 | 929 | -1.704 | 537 | -26 | -599 |
| Gastos financieros netos 12 meses | 1.017 | 2.370 | 929 | -1.704 | 2.131 | 365 | -2.277 |
| Utilidad del ejercicio | 856 | 1.876 | 3.601 | 3.201 | 1.596 | 1.669 | 816 |
| Razón circulante (N° de veces) | 1,32 | 1,02 | 1,35 | 1,31 | 1,19 | 1,13 | 1,31 |
| Razón ácida (N° de veces) | 1,32 | 1,02 | 1,35 | 1,31 | 1,19 | 1,13 | 1,31 |
| Endeudamiento total (N° de veces) | 7,33 | 3,84 | 3,99 | 3,49 | 3,46 | 4,12 | 3,91 |
| Endeudamiento financiero (N° de veces) | 3,18 | 1,41 | 1,43 | 0,78 | 1,30 | 1,14 | 1,03 |
| Endeudamiento financiero neto (N° de veces) | 2,72 | 0,93 | 1,29 | 0,23 | 1,20 | 0,74 | 0,47 |
| EBITDA | 2.244 | 4.213 | 5.189 | 2.511 | 2.459 | 2.293 | 138 |
| Margen EBITDA (%) | 20,8% | 18,9% | 14,7% | 5,7% | 17,3% | 11,5% | 0,6% |
| EBITDA 12 meses | 2.244 | 4.213 | 5.189 | 2.511 | 4.956 | 5.023 | 356 |
| Cobertura de gastos financieros 12 meses (N° de veces) | 2,17 | 1,66 | 2,32 | 1,87 | 1,42 | 3,61 | 0,37 |
| Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (N° de veces) | 2,21 | 1,78 | 5,59 | -1,47 | 2,33 | 13,76 | -0,16 |
| Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces) | 4,94 | 2,09 | 2,98 | 1,45 | 2,69 | 1,94 | 20,89 |
| Rentabilidad activos (%) | 0,0% | 4,7% | 6,8% | 4,9% | 6,5% | 6,3% | 3,3% |
| Rentabilidad patrimonio (%) | 0,0% | 27,7% | 33,6% | 23,0% | 28,2% | 30,3% | 16,3% |
| Endeudamiento neto | 6,88 | 3,37 | 3,85 | 2,93 | 3,36 | 3,72 | 3,35 |

¹ Fuente: (1) La compañía: Memoria anual 2017, análisis razonado junio 2018 y estados financieros a junio de 2018; (2) área bancos e instituciones financiera ICR.

² Fuente: (1) La compañía: Memoria anual 2017, análisis razonado junio 2018 y estados financieros a junio de 2018; (2) área seguros ICR.

³ Riesgos de ciclo económico, liquidez, normativo y competencia, son transversales a todos los segmentos de negocio principales.

⁴ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁵ Obligaciones con terceros corresponden a personas naturales o sociedades que financian a AVLA Factoring a través de pagarés, bullet.

⁶ Ratio de cobertura del servicio de la deuda = (EBITDA – capex – impuesto, proyectados) / obligaciones financieras próximos 12 meses (capital e interés).

⁷ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁸ Endeudamiento neto = (Pasivos totales – efectivo y equivalentes) / Patrimonio total.

⁹ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total.

¹⁰ Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes) / Patrimonio.

¹¹ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

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