

## Ratings

Maricela Plaza  
Subgerente Corporaciones  
[mplaza@icrchile.cl](mailto:mplaza@icrchile.cl)

Fernando Villa  
Gerente Corporaciones  
[fvilla@icrchile.cl](mailto:fvilla@icrchile.cl)

Francisco Loyola  
Gerente Clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto:floyola@icrchile.cl)

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Bonos	BB+	Primera clasificación (Nuevo instrumento)	Estable	Primera clasificación (Nuevo instrumento)	General de empresas; Metodología de clasificación de bienes de consumo

## Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **clasifica en categoría BB+ con tendencia estable** la nueva línea de bonos (en proceso de inscripción) de AD RETAIL S.A. (en adelante AD RETAIL, la compañía o la empresa).

La clasificación de la nueva línea de bonos se sustenta en la fortaleza de la marca y participación de mercado, en la diversificación, economías de escala/tamaño relativo, situación financiera y en el impacto del nuevo instrumento en proceso de inscripción. Al respecto:

- **Fortaleza de la marca y participación de mercado:** De acuerdo a estudios realizados por la compañía, las marcas de AD RETAIL cuentan con buenos niveles de lealtad del consumidor, lo que podría estar fuertemente relacionado con la consistente y razonable inversión en marketing (aunque disminuyendo los últimos períodos). Respecto al *market share*, la compañía presenta una adecuada participación de mercado, aunque con cierta contracción en algunas líneas de negocios el último año.
- **Diversificación:** Las ventas de la compañía están segmentadas en el negocio electro-hogar, vestuario y financiero, existiendo una razonable diversidad de productos, especialmente en el negocio especialista de abcdin. Geográficamente, AD RETAIL tiene locales de venta a nivel nacional a través de la exposición a diferentes regiones y localidades.
- **Economías de escala/tamaño relativo:** En opinión de ICR, si bien AD RETAIL tiene un tamaño relativo razonable, en general, esto no impacta significativamente en el poder de abastecimiento de productos, en el sentido que sus insumos provienen de un gran número de proveedores que a su vez abastecen a un número considerable de retailers. Sin embargo, para ciertas categorías en particular, AD RETAIL se encuentra muy bien posicionado y es cliente relevante para los proveedores.
- **Situación financiera:** Desde diciembre de 2013 hasta junio de 2018, la compañía ha aumentado su deuda financiera ajustada por gasto en arriendo en \$65.141 millones, cerrando el primer semestre de este año en un stock total ajustado de \$268.588 millones. A pesar de este crecimiento, los últimos trimestres la deuda financiera no ha sufrido variaciones significativas.

Durante 2017 se tomaron una serie de medidas extraordinarias, con el propósito de otorgarle liquidez a la compañía: (i) aumento de capital por \$13.440 millones (diciembre); (ii) venta de cartera al FIP III

por \$47.828 millones (tercer trimestre) y; (iii) venta de cartera castigada por \$6.915 millones (\$2.991 millones en marzo y \$3.924 millones en diciembre). Lo anterior, impactó positivamente en sus indicadores de endeudamiento neto y de deuda financiera neta sobre EBITDA de 2017 respecto a lo reportado en 2016.

Durante este año, por su parte, también se ha llevado a cabo medidas que le otorgaron liquidez a la empresa: (i) venta de cartera al FIP III (marzo) por \$50.000 millones y; (ii) venta de cartera al FIP IV (septiembre) por \$50.000 millones. Adicionalmente, en hecho esencial reciente se informó la aprobación de un aumento de capital por un monto total de \$30.000 millones a ser destinado al desarrollo de su negocio.

En opinión de ICR, si bien las medidas llevadas a cabo por la administración han permitido quitarle presión a la liquidez de la compañía en algunos períodos, AD RETAIL continúa con un bajo nivel de generación de flujo dada la deuda estructurada que mantiene, lo que impactó negativamente en la clasificación de riesgo de solvencia y bonos modificada en septiembre de 2018, según [comunicado de cambio de tendencia](#).

- **Impacto del nuevo instrumento:** La compañía ha solicitado la inscripción en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero, de una línea de bonos a 10 años por un monto total de UF 2.000.000, para refinanciamiento de deuda.

Dado el uso de fondos provenientes desde esta emisión, no se esperan impactos en los indicadores de deuda de la empresa derivados de este nuevo instrumento. En caso contrario, esto es, que AD RETAIL incorpore stock de deuda adicional de modo tal que sus indicadores de deuda se deterioren respecto a los niveles actuales, podría producirse un cambio negativo en la clasificación de riesgo de solvencia y bonos.

Para el caso de AD RETAIL, la evaluación del riesgo del negocio, indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría BBB. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero reduce esta clasificación hasta categoría BB+ al tratarse de una fortaleza financiera "Débil".

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

## 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,

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

### FORTALEZA DE LA MARCA Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO

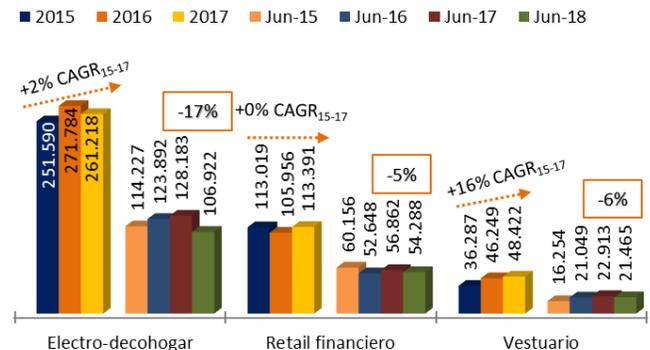
En opinión de ICR, la industria a la que pertenece AD RETAIL corresponde a un mercado con relativamente altas barreras de entrada, originadas por una imagen de marca importante, además de eficiencias operacionales y canales de distribución sólidos, aspectos básicos para mantenerse en la industria dentro de los actores relevantes.

En este sentido, y de acuerdo a estudios realizados por la compañía<sup>1</sup>, existe una proporción significativa de clientes muy satisfechos con su experiencia de compra en abcdin (aunque disminuyendo el último año respecto al 2016), lo que podría indicar que las marcas son medianamente (o bien reconocidas), con niveles de lealtad del consumidor sobre el promedio. Adicionalmente, esta evolución positiva en las preferencias de los clientes indica niveles satisfactorios de calidad y valor percibidos. Por este y otros factores, fue que a inicios de 2015 se inició el proceso de incorporación de la tarjeta abc VISA.

En términos de ventas, la compañía ha presentado rendimientos moderados a través de los años en ventas de productos existentes. Respecto a esto, si bien los ingresos consolidados crecieron 7% CAGR<sub>2012-2017</sub>, esto estuvo impactado por la incorporación de Dijon en 2013.

A junio de 2018, los ingresos de los tres segmentos de negocio disminuyeron: 17% tiendas comerciales, 5% retail financiero y 6% el negocio de vestuario.

Composición ingresos - AD RETAIL (MM\$)



**Gráfico 1:** Composición ingresos por segmento de negocio construido en base a notas 21, 22 y 29 de los estados financieros.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Estas ventas han estado potenciadas por una razonable inversión en marketing (pero con foco en ahorro en este ítem durante este año), lo que ha derivado en una adecuada participación de mercado, donde abcdin propiamente tal, mantiene el 9,9% de participación (11,8% en 2016). Además, existen categorías de productos cuya venta se encuentra muy bien posicionada.

### DIVERSIFICACIÓN

Las ventas de la compañía están segmentadas en el negocio electrohogar, vestuario y financiero, existiendo una razonable diversidad de productos, especialmente en el negocio especialista de abcdin.

A pesar de lo anterior, el riesgo del negocio de AD RETAIL es superior a otros retailers, dado el mercado objetivo de la compañía (C3-D) y la línea de productos principal (electro-hogar), en contraste con el negocio de otros competidores cuya venta principal es línea blanda (vestuario) y el mercado objetivo corresponde a segmentos socioeconómicos más altos.

Respecto a la presencia geográfica, AD RETAIL tiene locales de venta a nivel nacional a través de la exposición a diferentes regiones y localidades. Cuenta con 84 tiendas abcdin y 64 tiendas Dijon, donde el mayor aporte a los ingresos viene de la tienda especialista abcdin.

Dada la calidad de negocio local, la compañía no tiene exposición a otros países.

### ECONOMÍAS DE ESCALA / TAMAÑO RELATIVO

En opinión de ICR, si bien AD RETAIL tiene un tamaño relativo razonable, en general esto no impacta significativamente en el poder de abastecimiento de productos, en el sentido que sus insumos provienen de un gran número de proveedores que a su vez abastecen a un número considerable de retailers. Sin embargo, para ciertas categorías en par-

titular, AD RETAIL se encuentra muy bien posicionado y es cliente relevante para los proveedores, ya sea por su liderazgo en algunas líneas o por el volumen de ventas que alcanza con ciertos proveedores.

Respecto al gasto destinado a marketing, la escala de AD RETAIL le permite realizar campañas de marketing de tamaño razonable. En relación a este último punto, para el 2018 se espera que el gasto para Dijon y

para abcdin disminuya parcialmente respecto a los años anteriores, migrando hacia canales digitales que permitan eficientar el gasto.

Respecto a la fijación de precios de los productos, la compañía tiene cierta influencia, en el sentido que cambios en los precios tienen cierto efecto en los volúmenes de venta. Por las características de la industria a la que pertenece AD RETAIL, tanto en el sector vestuario como en electro, se producen promociones que afectan las unidades vendidas y el precio de venta.

Respecto al uso de tecnología, en opinión de ICR la compañía tiene un tamaño tal que le permite acceder a las tecnologías más recientes que ayudan a mejorar la logística e incrementar la eficiencia. Al respecto, parte del presupuesto de Capex del año 2017 estuvo destinado a la

automatización del nuevo centro de distribución que debería mejorar la logística de la compañía y potenciar el negocio online.

Adicionalmente, y dada la relevancia de la tecnología para los retailers, se creó una gerencia de transformación digital para llevar a la compañía al siguiente paso tecnológico, lo que se complementó con la creación de la gerencia de procesos de modo tal de mejorar los procesos a nivel de matriz y tiendas.

Respecto a la distribución de los productos, AD RETAIL mantiene canales de distribución satisfactorios, donde durante el último año estuvo trabajando en el despacho a domicilio, mejorando los procesos de atención y acortando los plazos de entrega a través del ajuste de su software de mercadería y procesos del nuevo centro de distribución.

## Evaluación del Riesgo Financiero

### SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

#### 1. Cartera de clientes

Respecto a los clientes de AD RETAIL, hasta el año 2014 se observó un incremento en las tarjetas con saldo, pero producto de ventas de cartera (realizadas a finales de junio de 2015 por \$15.000 millones al FIP I, tercer trimestre de 2017 por \$47.828 millones al FIP II y primer trimestre de 2018 por \$50.000 millones al FIP III) y la desconsolidación del patrimonio separado (realizada en marzo 2016 por \$54.000 millones), las tarjetas propias con saldo disminuyeron 23,7% a junio de 2018 respecto al mismo semestre del año anterior y la cartera disminuyó 31,6%.

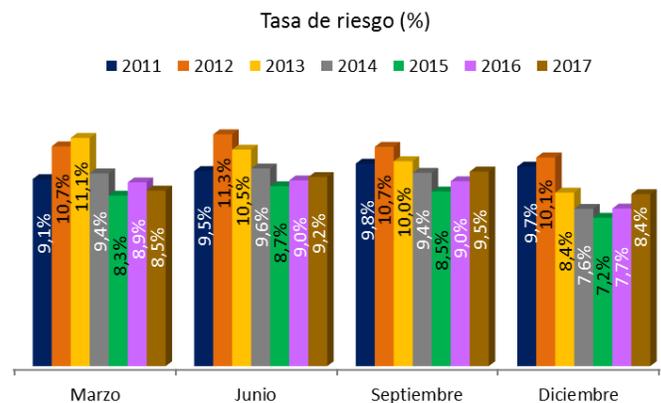
Respecto a las renegociaciones, en términos porcentuales la cartera repactada muestra incrementos los últimos períodos, influida por la base de comparación que incluye ventas de cartera en el año recién pasado y en marzo de este año.

Negocio financiero propio <sup>2</sup>	dic-15	dic-16	dic-17	jun-17	jun-18
Tarjetas con saldo (N°)	679.678	537.162	445.939	578.137	441.357
Cartera total bruta (MM\$)	192.941	158.040	137.410	158.875	108.632
Provisión acumulada (MM\$)	13.908	12.096	11.482	14.592	20.622
Cartera vigente o normal (MM\$)	179.896	148.972	129.707	148.485	99.441
Cartera repactada (MM\$)	13.285	9.068	7.703	10.390	9.191
Repactaciones sobre colocaciones	6,76%	5,74%	6,97%	6,54%	8,46%

**Tabla 1:** Principales antecedentes de la cartera con saldo hasta 180 días. Incluye sólo cartera propia. Excluye lo administrado de terceros.  
(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

En relación a la deuda por cliente<sup>3</sup>, ésta disminuyó desde \$274.805 hasta \$246.000 entre junio de 2017 y junio de 2018, lo que representa el menor valor de los últimos tres años.

El comportamiento de la cartera para los próximos períodos deberá ser evaluado trimestre a trimestre, sobre todo considerando: (1) la baja historia de la tarjeta abierta abc VISA, que podría tener implicancias en los plazos de la cartera, deuda promedio, cupos asignados número de clientes y otros y; (2) las constantes ventas de cartera a fondos de inversión privados, con su consecuente menor devengo en los períodos siguientes a las ventas, lo que debería ser parcialmente compensado mediante el crecimiento de la cartera propia.



**Gráfico 2:** Índice de riesgo (cartera hasta 180 días).  
(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Respecto a la tasa de riesgo<sup>4</sup>, el indicador aumentó durante los dos últimos trimestres, dada la entrada en vigencia de IFRS 9 que incluye nuevos requerimientos basados en principios para la clasificación y

medición, introduce un modelo más prospectivo de pérdidas crediticias esperadas para la contabilidad del deterioro y un enfoque sustancialmente reformado para la contabilidad de coberturas.

Según información publicada por AD RETAIL en sus estados financieros a junio de 2018, luego de la evaluación del impacto de IFRS 9 la compañía registró un efecto negativo en patrimonio de \$11.899 millones y un mayor stock de provisiones de \$12.771 millones.

Dado lo anterior, la tasa de riesgo a partir del primer trimestre de este año se incrementó significativamente a niveles cercanos a 20%.

Respecto a la morosidad, la cartera al día y mora light (mora entre 1 y 30 días) se mantuvo casi sin variación a junio de 2018 respecto al mismo semestre el año anterior, influida por una mayor proporción al día de la cartera no repactada, lo que no alcanzó a ser contrarrestado por la menor cartera al día y con mora light de la cartera repactada.

Respecto a la mora entre 31-90 días, ésta disminuyó a junio de 2018 y se incrementó la deuda vencida (mora sobre 90 días), ambas influidas tanto por la cartera repactada como no repactada.

## 2. Situación financiera consolidada

A junio de 2018, los ingresos de AD RETAIL disminuyeron 12,2% respecto al año anterior, producto del menor ingreso generado por el negocio de tiendas comerciales de electro y deco-hogar (-16,6%), retail financiero (-4,5%) y vestuario (-6,3%).

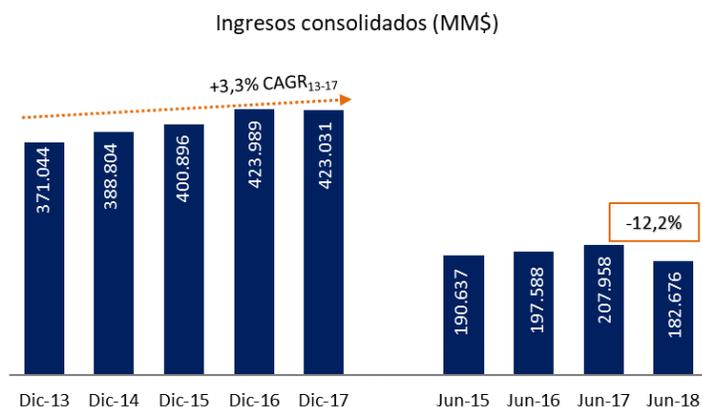


Gráfico 3: Evolución ingresos consolidados.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

La disminución del negocio de electro y deco-hogar se relaciona con un menor número de tiendas respecto al mismo período del año anterior, que se traduce en cerca de 2.000 m<sup>2</sup> menos que a junio de 2017. Adicionalmente, existe una baja relevante en *same store sales* entre los mismos períodos de medición, en parte, influida por la desaceleración del consumo.

Total	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	Jun-17	Jun-18
Al día	80,5%	81,0%	81,8%	82,2%	79,9%	77,3%	78,3%
1 a 30	8,6%	8,6%	8,1%	7,6%	8,6%	10,3%	8,9%
31 a 60	2,9%	2,7%	2,8%	2,8%	3,3%	3,4%	3,1%
61 a 90	2,4%	2,0%	2,0%	2,2%	2,5%	2,6%	2,7%
91 a 120	2,1%	1,8%	1,8%	1,9%	2,1%	2,0%	2,2%
121 a 150	1,8%	1,7%	1,5%	1,7%	1,8%	2,0%	2,1%
151 a 180	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%	1,8%	2,3%	2,8%
Al día y mora light	89,1%	89,6%	89,9%	89,8%	88,5%	87,6%	87,3%
Mora 31-90	5,3%	4,8%	4,8%	5,0%	5,7%	6,1%	5,7%
Vencida	5,6%	5,7%	5,3%	5,3%	5,8%	6,4%	7,0%

Tabla 2: Evolución morosidad con saldo de capital hasta 180 días.

(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía).

La disminución de retail financiero se deriva principalmente del menor devengo de la cartera vendida en septiembre de 2017 al FIP II, lo que no alcanzó a ser contrarrestado con las colaciones del semestre. Influyó, además, la alta base de comparación de 2017 producto de situaciones extraordinarias que registraron efectos contables por una sola vez: ventas de cartera castigada (marzo y diciembre) y venta de cartera al FIP II (septiembre de 2017).

La disminución de ingresos de Dijon, por su parte, se deriva de la contracción del consumo, del retraso del invierno y del alto nivel de promociones, lo que se traduce en el fuerte deterioro en *same store sales* que no ha permitido que esta empresa alcance el *break even* a nivel de última línea.

Respecto al EBITDA<sup>5</sup>, aun cuando éste se incrementó 60,3% entre junio de 2017 y de 2018, el flujo estuvo influido por efectos extraordinarios: venta de cartera al FIP III (marzo de 2018) y el menor devengo producto de la venta de cartera al FIP II (septiembre de 2017). Sin el flujo extraordinario, el EBITDA de la empresa sería del orden de \$8.200 millones a junio de 2018, uno de los menores niveles dentro de las cifras al primer semestre de cada año.

En consecuencia, el margen EBITDA<sup>6</sup> aumentó desde 4,6% (junio 2017) hasta 8,5% (junio de 2018) y el EBITDA corregido por gasto en arriendo (EBITDAR)<sup>7</sup> aumentó 37,9% en los mismos períodos de medición, con margen EBITDAR<sup>8</sup> de 13,9% (8,8% a junio de 2017).

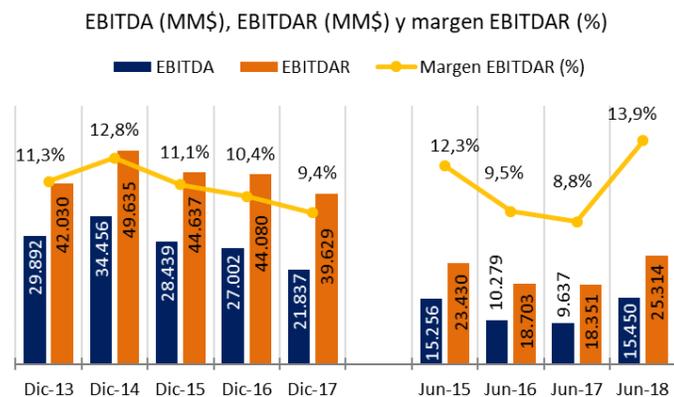


Gráfico 4: Evolución EBITDA, EBITDAR y margen EBITDAR.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

El resultado después de impuestos, por su parte, cerró en una utilidad de \$1.521 millones, cifra muy por sobre las pérdidas que había registrado a junio de 2017 y 2016, pero lo que está influida principalmente por la venta de cartera que hizo la empresa el último año.

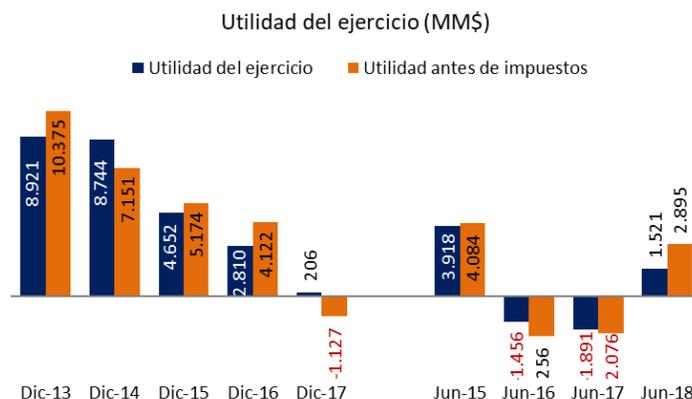


Gráfico 5: Evolución utilidad antes y después de impuestos.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En opinión de ICR, si bien la industria retail el año 2017 y lo que va de 2018 estuvo impactada por efectos climáticos y menor dinamismo en el consumo, la operación de AD RETAIL estuvo mayormente contraída al comparar con sus competidores directos, con deficientes resultados en sus segmentos de negocio, con altos costos y gastos y con una liquidez influida constantemente por operaciones extraordinarias.

## PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Desde diciembre de 2013 hasta junio de 2018, la compañía ha aumentado su deuda financiera ajustada por gasto en arriendo<sup>9</sup> en \$65.141 millones), cerrando el primer semestre de este año en un stock total ajustado de \$268.588 millones.

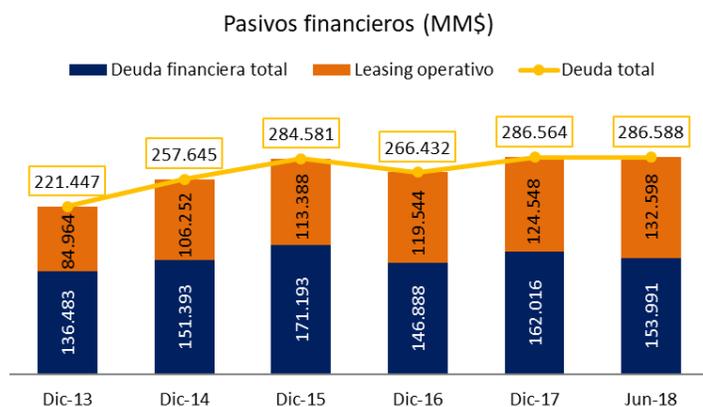


Gráfico 6: Deuda financiera ajustada por gasto en arriendo.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

A pesar de este crecimiento (derivado de la consolidación de Dijon, ajustes en tarifas de arriendo y mayores necesidades de capital de trabajo para el negocio financiero), los últimos trimestres la deuda financiera<sup>10</sup> no ha sufrido variaciones significativas. Lo anterior en parte porque con el flujo que genera la empresa, el *covenant* de deuda fi-

nciera neta sobre EBITDA ha estado muy ajustado en más de un período, lo que deriva en la baja holgura para incorporar stock de deuda adicional.

Durante 2017 se tomaron una serie de medidas extraordinarias, con el propósito de otorgarle liquidez a la compañía: (i) aumento de capital por \$13.440 millones (diciembre); (ii) venta de cartera a FIP II por \$47.828 millones (tercer trimestre) y; (iii) venta de cartera castigada por \$6.915 millones (\$2.991 millones en marzo y \$3.924 millones en diciembre).

Lo anterior, impactó positivamente en sus indicadores de endeudamiento neto y de deuda financiera neta sobre EBITDA de 2017 respecto a lo reportado en 2016. De hecho, el indicador de endeudamiento neto registró el menor valor en por lo menos cinco años (1,44 veces en 2017) y la deuda neta ajustada<sup>11</sup> cerró el año en un mejor nivel respecto al año anterior.

Durante este año, por su parte, también se ha llevado a cabo medidas que le otorgaron liquidez a la empresa: (i) venta de cartera al FIP III (marzo) por \$50.000 millones que generó caja por \$38.000 millones y \$9.531 millones en resultados y; (ii) venta de cartera al FIP IV (septiembre) por \$50.000 millones que generó caja por \$49.488 millones a reflejarse en los estados financieros a septiembre de 2018. En términos de resultado, por su parte, generó una utilidad de \$6.548 millones.

Adicionalmente, en hecho esencial de fecha 9 de octubre de este año se citó a junta extraordinaria de accionistas para día el 29 de octubre

con la finalidad de resolver la necesidad de aprobar un aumento de capital, lo que corresponde a la segunda inyección de capital en un período de un año. La junta de accionistas aprobó capitalizar a la compañía en \$30.000 millones en dos etapas, de modo tal de materializar \$20.000 millones al cierre de este año y el monto restante durante 2019.

La opinión de ICR sobre esta nueva inyección de capital es positiva dado que representa el apoyo de sus controladores y permitiría quitarle presión a la liquidez de la empresa considerando el perfil de amortización con alto stock de deuda.

No obstante, en términos de solvencia no se observan impactos positivos en la clasificación dada la baja generación de flujo recurrente de AD RETAIL. Sin embargo, conforme estos flujos permitan potenciar el negocio de modo tal de aumentar significativamente el EBITDA recurrente de la empresa y mejorar los indicadores de deuda (sin aumentar el riesgo de su cartera), podría materializarse en un cambio positivo en la clasificación de riesgo de la empresa al mediano o largo plazo.

Este flujo adicional que recibirá AD RETAIL es relevante en el escenario actual que se encuentra la compañía, donde: (i) el negocio de electro se contrajo más que la industria; (ii) el negocio de vestuario no logra repuntar sus resultados; (iii) existen retenciones operacionales en algunos períodos, como este año correspondientes al patrimonio separado N° 26 (finalizado en marzo de este año) y FIP I (finalizado en abril de este año) y; (iv) el balance está conformado por altas obligaciones a las cuales hacer frente los próximos períodos.

## 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 de industrias de bienes de consumo](#) 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 de industrias de bienes de consumo](#) 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

Dado lo anterior, no se espera que AD RETAIL tenga la capacidad suficiente (al corto y mediano plazo) para desapalancar a la compañía significativamente (con flujo propio) e impactar así positivamente en su clasificación de riesgo actual de categoría BB+. El flujo que está generando esta compañía sumado a las acciones de la administración (colocación de efectos de comercio, venta de cartera y aumento de capital) permitiría cubrir sus obligaciones de los siguientes doce meses<sup>12</sup>.

Indicador (N° de veces)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-18
Endeudamiento total <sup>13</sup>	1,95	1,90	2,10	1,93	1,88	1,98
Endeudamiento neto <sup>14</sup>	1,84	1,84	1,80	1,74	1,44	1,67
Endeudamiento financiero <sup>15</sup>	1,17	1,21	1,32	1,11	1,11	1,25
Endeudamiento financiero neto <sup>16</sup>	1,06	1,15	1,02	0,92	0,67	0,93
Cobertura de gastos financieros netos <sup>17</sup>	3,38	2,84	3,67	2,30	1,80	2,42
Cobertura de gastos financieros netos corregida <sup>18</sup>	2,00	1,82	1,86	1,53	1,28	1,53
Deuda financiera neta sobre EBITDA	4,11	4,18	4,67	4,53	4,48	4,16
Deuda financiera neta ajustada por gasto en arriendo sobre EBITDAR <sup>19</sup>	4,94	5,04	5,51	5,49	5,61	5,32
Razón circulante <sup>20</sup>	1,71	2,24	2,00	1,66	1,86	1,54
Razón ácida <sup>21</sup>	1,40	1,83	1,61	1,24	1,42	1,13

**Tabla 3:** Principales indicadores utilizados en la clasificación.  
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

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 AD RETAIL, la evaluación del riesgo del negocio, esto es fortaleza de la marca, participación de mercado, diversificación, economías de escala y otros factores detallados en [reseña anual de clasificación](#) (abril 2018), indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría BBB.

Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero reduce esta clasificación hasta categoría BB+ al tratarse de una fortaleza financiera “Débil” y muy susceptible a deteriorarse frente a pequeñas variaciones del mercado o del emisor, lo que significa que no mantiene holgura para hacer frente a eventualidades del negocio o de la industria.

## Instrumentos Clasificados

La compañía ha solicitado la inscripción en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero, de una línea de bonos, según el siguiente detalle:

Principales características del instrumento	
Instrumento	Una línea de bonos.
Monto	UF 2.000.000.
Plazo	10 años.
Rescate anticipado	Sí contempla (a ser definido en las escrituras complementarias).
Garantías	No contempla.
Uso de los fondos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Refinanciamiento de pasivos del emisor y/o sus filiales.</li> <li>Financiamiento del plan de inversiones del emisor y/o sus filiales.</li> <li>Otros fines corporativos del emisor y/o sus filiales.</li> </ul>
Covenants	<ul style="list-style-type: none"> <li>Endeudamiento neto<sup>22</sup> &lt;= 2,5 veces.</li> <li>Deuda financiera neta sobre EBITDA<sup>23</sup> &lt;= 5,0 veces</li> </ul>

**Tabla 4:** Principales características del instrumento.

(Fuente: Elaboración propia con información de escritura de emisión)

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

## Definición de Categorías

### SOLVENCIA/BONOS

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

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

Respecto a los *covenants*, a modo de referencia se muestran los niveles históricos obtenidos por la compañía con la nueva definición de EBITDA:

Indicador (N° de veces)	Restricción (N° de veces)	Obtenido dic-2017	Obtenido jun-18
Endeudamiento neto	<=2,5	1,44	1,67
Deuda financiera neta sobre EBITDA <sup>24</sup>	<= 5,0	4,66	4,20

**Tabla 5:** *Covenants* asociados a las líneas de bonos en proceso de inscripción.

(Fuente: Elaboración propia con información de escritura de emisión).

Las sensibilizaciones de ICR contemplan que la totalidad de los fondos recaudados de la colocación de bonos sería destinada al pago de pasivos, lo que implica que los indicadores no se verían deteriorados respecto a sus niveles actuales.

En caso contrario, esto es que los fondos recaudados de la colocación significaran un stock de deuda adicional para AD RETAIL, se podría producir un cambio en la clasificación de solvencia y bonos de la empresa.

Historial de clasificación bonos/solvencia			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
30-abr-13	BBB	Estable	Reseña anual
30-abr-14	BBB	Estable	Reseña anual
30-abr-15	BBB	Estable	Reseña anual
28-abr-16	BBB	En Observación	Reseña anual con cambio de tendencia
11-abr-17	BBB	Estable	Cambio de tendencia
28-abr-17	BBB	Estable	Reseña anual
29-dic-17	BBB-	Negativa	Cambio de clasificación y tendencia
24-abr-18	BBB-	Negativa	Reseña anual
25-sep-18	BB+	Estable	Cambio de clasificación y tendencia
31-oct-18	BB+	Estable	Nuevo instrumento

## Anexo

## SITUACIÓN FINANCIERA RESUMIDA AD RETAIL (MM\$)

INDICADORES	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-16	Jun-17	Jun-18
Activos corrientes	213.549	227.345	252.144	223.213	254.324	185.060	215.757	209.584
Activos no corrientes	129.747	135.861	148.866	164.274	166.833	152.672	166.436	158.614
Activos totales	343.296	363.207	401.010	387.487	421.157	337.732	382.193	368.198
Efectivo y equivalentes	4.497	5.283	10.636	4.769	18.637	4.571	5.604	5.885
Otros activos financieros corrientes	9.227	1.988	27.841	19.857	45.562	9.661	15.233	33.011
Inventarios	38.455	41.400	49.376	56.017	61.007	55.257	62.581	55.098
Pasivos corrientes	124.655	101.359	125.803	134.852	136.430	88.011	122.039	136.325
Pasivos no corrientes	102.412	136.575	145.684	120.418	138.473	121.649	129.079	108.446
Pasivos totales	227.067	237.934	271.487	255.269	274.904	209.661	251.118	244.772
Deuda financiera corriente	40.300	20.598	35.370	37.736	35.154	15.943	39.705	56.208
Deuda financiera no corriente	96.183	130.795	135.823	109.152	126.862	111.351	117.574	97.783
Deuda financiera total	136.483	151.393	171.193	146.888	162.016	127.295	157.279	153.991
Deuda financiera neta	122.759	144.122	132.716	122.262	97.816	113.062	136.442	115.094
Patrimonio	116.229	125.273	129.523	132.217	146.254	128.071	131.075	123.426
Ingresos de explotación	371.044	388.804	400.896	423.989	423.031	197.588	207.958	182.676
Margen bruto (%)	31,3%	31,4%	30,7%	29,7%	29,2%	30,1%	29,0%	34,7%
Margen operacional (%)	5,6%	6,2%	4,5%	3,6%	2,3%	2,2%	1,8%	4,6%
Gastos financieros netos	6.023	9.219	5.121	10.371	11.050	5.699	5.240	4.634
Utilidad del ejercicio	8.921	8.744	4.652	2.810	206	-1.456	-1.891	1.521
Razón circulante (N° de veces)	1,71	2,24	2,00	1,66	1,86	2,10	1,77	1,54
Razón ácida (N° de veces)	1,40	1,83	1,61	1,24	1,42	1,47	1,26	1,13
Endeudamiento financiero (N° de veces)	1,17	1,21	1,32	1,11	1,11	0,99	1,20	1,25
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	1,06	1,15	1,02	0,92	0,67	0,88	1,04	0,93
Endeudamiento total (N° de veces)	1,95	1,90	2,10	1,93	1,88	1,64	1,92	1,98
Deuda total (financiera + gasto en arriendo)	221.447	257.645	284.581	266.432	286.564	242.432	278.857	286.588
EBITDA	29.892	34.456	28.439	27.002	21.837	10.279	9.637	15.450
EBITDA 12 meses	29.892	34.456	28.439	27.002	21.837	23.462	26.360	27.649
Cobertura gastos financieros netos (N° de veces)	3,38	2,84	3,67	2,30	1,80	2,38	2,42	2,42
Cobertura gastos financieros netos corregida (N° de veces)	2,00	1,82	1,86	1,53	1,33	1,52	1,55	1,53
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	4,11	4,18	4,67	4,53	4,48	4,82	5,18	4,16
Endeudamiento total ajustado (N° de veces)	2,68	2,75	2,97	2,83	2,73	2,54	2,84	3,06
EBITDAR	42.030	49.635	44.637	44.080	39.629	18.703	18.351	25.314
EBITDAR / Gastos financieros netos + arriendo (N° de veces)	2,00	1,82	1,86	1,53	1,33	1,52	1,55	1,53
Deuda financiera neta ajustada / EBITDAR (N° de veces)	4,94	5,04	5,51	5,49	5,61	5,72	5,90	5,32
Margen EBITDAR (%)	11,3%	12,8%	11,1%	10,4%	9,4%	9,5%	8,8%	13,9%
Endeudamiento neto (N° de veces)	1,84	1,84	1,80	1,74	1,44	1,53	1,76	1,67

<sup>1</sup> Estudio de satisfacción realizado y entregado por AD RETAIL. Diciembre: 8.498 clientes encuestados (35,51% teléfono – 35,09% mail – 29,4% abcdinexperiencia.cl)

<sup>2</sup> Corresponde a lo reconocido contablemente, y no al total administrado.

<sup>3</sup> Deuda promedio por cliente = cartera bruta / tarjetas con saldo. Cifras informadas en el análisis razonado de la compañía.

<sup>4</sup> Tasa de riesgo = Provisión acumulada (capital hasta 180 días) / Cartera bruta (capital hasta 180 días). El cálculo del indicador, por metodología, podría diferir del presentado por AD RETAIL en su análisis razonado y estados financieros.

<sup>5</sup> EBITDA = Ingresos ordinarios – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + otras ganancias + depreciación y amortización + intereses incluidos en costo de ventas.

<sup>6</sup> Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos.

<sup>7</sup> EBITDAR = EBITDA + gasto en arriendo.

<sup>8</sup> Margen EBITDAR = EBITDAR / Ingresos.

<sup>9</sup> Deuda financiera ajustada por gasto en arriendo = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes + gasto en arriendo\*7. El arriendo operativo corresponde al valor presente de la obligación, bajo los supuestos establecidos por ICR de: (i) plazo a 10 años y; (ii) descuento a una tasa de UF + 7%.

<sup>10</sup> Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

<sup>11</sup> Deuda financiera neta ajustada por gasto en arriendo = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes + gasto en arriendo\*7 – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes. El arriendo operativo corresponde al valor presente de la obligación, bajo los supuestos establecidos por ICR de: (i) plazo a 10 años y; (ii) descuento a una tasa de UF + 7%.

<sup>12</sup> Ratio de cobertura de servicio de la deuda = (Caja + EBITDAR – Capex – Impuestos, proyectados) / Obligaciones próximos 12 meses (incluye capital e interés). En caja se incluye efectos de comercio colocados post cierre de junio 2018 y FIP IV y aumento de capital recientemente anunciado.

<sup>13</sup> Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

<sup>14</sup> Endeudamiento neto = (Pasivos totales – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

<sup>15</sup> Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.

<sup>16</sup> Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio.

<sup>17</sup> Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros + intereses reclasificados en el costo de venta).

<sup>18</sup> Cobertura de gastos financieros netos corregida = EBITDAR 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros + intereses reclasificados en el costo de venta + gasto en arriendo).

<sup>19</sup> Deuda financiera neta corregida por gasto en arriendo sobre EBITDAR = (Deuda financiera neta + gasto en arriendo\*7) / EBITDAR.

<sup>20</sup> Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

<sup>21</sup> Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

<sup>22</sup> Endeudamiento neto según escritura de emisión = (Pasivos totales – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / patrimonio.

<sup>23</sup> Deuda financiera neta sobre EBITDA según escritura de emisión = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / EBITDA; donde EBITDA = Ingresos ordinarios – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + depreciación y amortización + intereses incluidos en costo de ventas.

<sup>24</sup> *Covenant* incluye nueva definición de EBITDA, esto es Ingresos ordinarios – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + depreciación y amortización + intereses incluidos en costo de ventas.

*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.*