

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 / Bonos	BB+	Modificación	Estable	Modificación	General de empresas; Metodología de clasificación de bienes de consumo
Efectos de comercio	N4/BB+	Modificación	Estable	Modificación	Criterio: Relación entre clasificaciones de riesgo de corto y largo plazo

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **modifica desde categoría BBB- con tendencia negativa hasta categoría BB+ con tendencia Estable**, la solvencia y bonos de AD RETAIL S.A. (en adelante AD RETAIL, la compañía o la empresa). Asimismo, modifica desde categoría N3/BBB- con tendencia negativa hasta categoría N4/BB+ con tendencia estable las líneas de efectos de comercio.

La modificación de la clasificación obedece al menor flujo operacional generado por los negocios de la empresa, los que durante este año han continuado mostrando contracción respecto al año anterior, disminuyendo con ello la capacidad de la compañía para hacer frente – con flujos recurrentes – a eventualidades que se puedan presentar.

Aun cuando para la industria del retail el año 2017 estuvo parcialmente impactado por efectos climáticos y un menor dinamismo en el consumo, para el caso de AD RETAIL sus resultados estuvieron mayormente contraídos al comparar con sus competidores directos, y en lo que va de 2018 no se observa un repunte al respecto.

El negocio financiero, por su parte, estuvo influido por ventas de cartera realizadas en septiembre de 2017 al FIP II (\$2.333 millones de menor devengo a junio de 2018) y marzo de 2018 al FIP III (\$47.188 millones de cartera que generó una caja de \$38.000 millones y mayor margen de contribución de \$9.531 millones) operaciones que se han tornado habituales para AD RETAIL para obtener liquidez (junio 2015, septiembre 2017, marzo 2018). Asimismo, durante 2017 se generaron dos operaciones de venta de cartera castigada por \$2.991 millones en marzo y \$3.924 millones en diciembre.

Aun cuando el EBITDA de la compañía se incrementó 60% entre junio de 2017 y de 2018, el flujo estuvo influido por las ventas de cartera castigada (marzo de 2017), venta de cartera al FIP III (marzo de 2018) y el menor devengo de cartera producto de la venta de cartera al FIP II (septiembre de 2017). Sin estos efectos, 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.

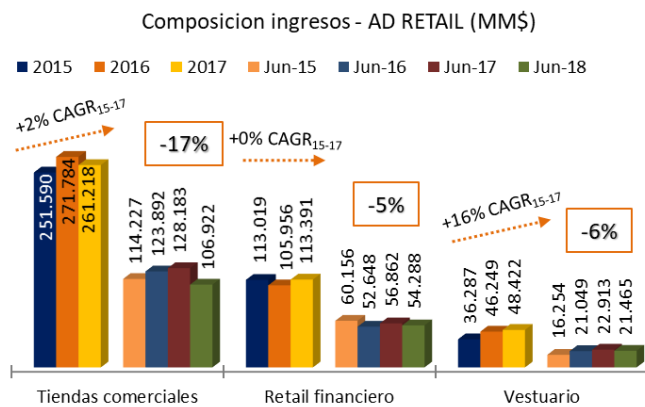


Gráfico 1: Composición ingresos por segmento de negocio. (Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Así, las cifras de AD RETAIL muestran que el negocio de abcdin está contraído, con pérdidas de participación de mercado, *same store sales* negativo desde el segundo trimestre del año 2017 y con ventas de *e-commerce* que no han logrado llegar a los niveles de los competidores. El negocio de Dijon, por su parte, ha tenido *same store sales* muy negativos por cinco trimestres consecutivos y no muestra *break-even* en EBITDA.

EBITDA (MM\$), EBITDAR (MM\$) y margen EBITDAR (%)

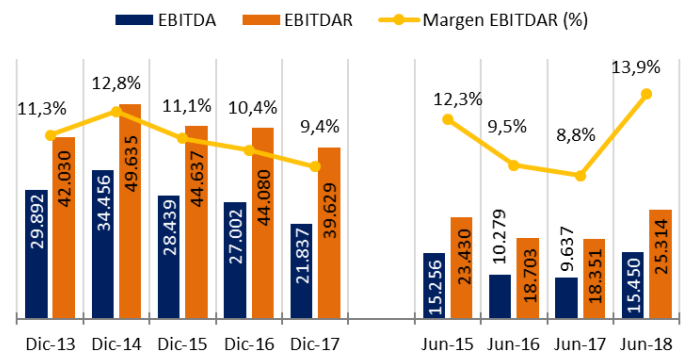


Gráfico 2: EBITDA¹, EBITDAR² y margen EBITDAR³ consolidado. (Fuente: Elaboración propia con información de la compañía y estados financieros)

En términos de resultados, AD RETAIL cerró el semestre con una utilidad de \$1.521 millones, cifra muy superior a la pérdida de \$1.891 millones del mismo período del año anterior. Nuevamente, estos resultados estuvieron influidos por el mayor margen de contribución del negocio financiero derivado de la venta de cartera al FIP III (ventas que se realizan con descuento, lo que implica el sacrificio de flujos futuros a cambio de liquidez presente), sin la cual el resultado del ejercicio de la empresa hubiera sido negativo.

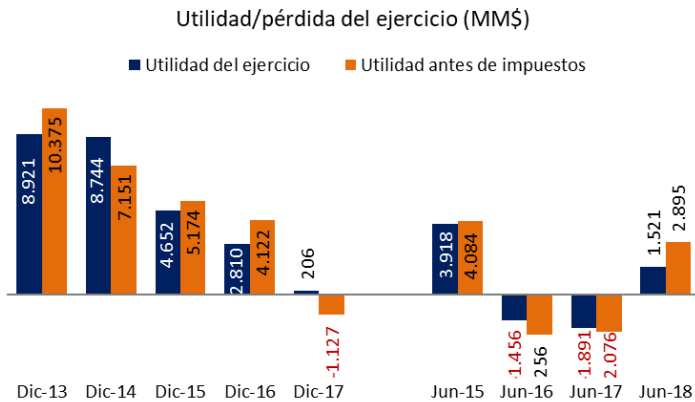


Gráfico 3: Utilidad/pérdida del ejercicio, consolidado.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Respecto a la estructura de sus pasivos, la compañía mantiene un alto stock de deuda y obligaciones relevantes a las cuales hacer frente los próximos períodos (\$43.000 millones aproximadamente en 2019).

El calendario de amortización indica que, de continuar generando un flujo similar al actual (excluidas operaciones de ventas de cartera), la empresa no cubriría las obligaciones de los siguientes doce meses en los plazos y términos pactados y estaría muy limitado para cumplir el *covenant* de deuda financiera neta sobre EBITDA.

Para cubrir el menor flujo operacional generado por sus negocios, la compañía lleva a cabo planes de mitigación para recaudar flujo y mejorar su liquidez, entre las cuales se encuentra el aumento de capital (cerca de \$13.500 millones en diciembre de 2017) y ventas de cartera (a FIPs y castigada). Dado el calendario de amortización, podrían producirse nuevas operaciones de venta de cartera los próximos períodos.

En opinión de ICR, si bien lo anterior permite quitarle presión a la liquidez de la compañía, AD RETAIL continúa con un bajo nivel de generación de flujo, dada la deuda estructurada que mantiene, lo que implicaría que podría verse ajustada su liquidez nuevamente en el futuro, considerando que el negocio de electro se contrajo más que la industria, el negocio de vestuario no logra repuntar sus resultados y el negocio financiero opera con una cartera 50% inferior a su histórica, aproximadamente luego de las ventas materializadas. Dado lo anterior, podrían producirse reestructuraciones de deuda, de modo tal de quitarle presión al calendario de amortización de corto plazo, estructurando una mayor proporción de vencimientos al mediano y largo plazo.

Esta acción de clasificación es consistente con lo anunciado a través de [comunicado de cambio de clasificación](#) (diciembre de 2017) y [reseña anual de clasificación](#) (abril de 2018), en los que se indicó que los resultados de la compañía deberían mejorar considerablemente los próximos trimestres para fortalecer financieramente a AD RETAIL y para retornar a una tendencia estable. En caso contrario, el rating podría modificarse a la baja. A la fecha, las cifras no muestran un cambio de tendencia y no se espera que los resultados mejoren significativamente los próximos trimestres, lo que está justificando su baja en la clasificación de solvencia, bonos y efectos de comercio.

El rating de AD RETAIL podría volver a categoría BBB- conforme su generación operacional mejore significativamente respecto a su nivel actual, de modo tal que sus obligaciones sean cubiertas con holgura con flujos propios. En caso contrario, esto es, si las operaciones de AD RETAIL continúan presentando contracción de sus resultados, la clasificación podría modificarse nuevamente a la baja.

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.

EFFECTOS DE COMERCIO

NIVEL 4 o 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 antes definidos.

Historial de clasificación bonos/solvencia			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
30-abr-13	BBB		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

Historial de clasificación efectos de comercio			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
10-ago-16	N2/BBB	En Observación	Nuevo Instrumento (primera línea)
11-abr-17	N2/BBB	Estable	Cambio de tendencia
28-abr-17	N2/BBB	Estable	Reseña anual
10-may-17	N2/BBB	Estable	Nuevo Instrumento (segunda línea)
29-dic-17	N3/BBB-	Negativa	Cambio de clasificación y tendencia
24-abr-18	N3/BBB-	Negativa	Reseña anual
25-sep-18	N4/BB+	Estable	Cambio de clasificación y tendencia

¹ EBITDA = Ingresos ordinarios – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + otras ganancias + depreciación y amortización + intereses incluidos en costo de ventas.

² EBITDAR = EBITDA + gasto en arriendo. El gasto en arriendo 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%.

³ Margen EBITDAR = EBITDAR / Ingresos.

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.