



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

Analistas
Macarena Villalobos M.
Carlos García B.
Tel. (56-2) 2433 5200
macarena.villalobos@humphreys.cl
carlos.garcia@humphreys.cl

Empresas La Polar S.A.

Mayo 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones	Segunda Clase
Bonos	C
Efectos de comercio	Nivel 4/C
Tendencia	Favorable ¹
EEFF base	30 de diciembre de 2016 ²

Emisiones de deuda vigentes	
Instrumento	Inscripción en SVS
Bonos Serie F	Nº 754 de 07.06.13
Bonos Serie G	Nº 755 de 07.06.13
Línea de efectos de comercio	Nº 63 de 14.05.09

Estado de resultados IFRS					
En miles de \$	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos de actividades ordinarias	351.929.751	399.166.720	392.638.810	382.773.285	393.109.866
Costo de ventas	-264.973.719	-257.524.078	-260.843.676	-248.215.025	247.961.427)
Ganancia bruta	86.956.032	141.642.642	131.795.134	134.558.260	145.148.439
Costo distribución y gasto administración	-131.512.001	-139.162.267	-144.469.641	-141.296.373	-138.510.336
Resultado operacional	-44.555.969	2.480.375	-12.674.507	-6.738.113	6.638.103
Costos financieros	-16.077.245	-28.565.171	-30.877.371	-14.131.071	-6.907.677
Utilidad (pérdida) del ejercicio	187.528.455	-59.727.597	-36.339.713	-40.639.693	1.570.873
EBITDA ²	-38.501.145	8.862.859	-5.156.651	2.678.402	17.265.059

¹ Tendencia anterior: estable

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2016. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Balance general IFRS					
En miles de \$	2012	2013	2014	2015	2016
Total activos corrientes	326.557.994	246.962.298	227.920.116	227.249.047	225.265.991
Total activos no corrientes	113.019.239	132.518.156	118.953.865	106.903.216	105.360.679
Total activos	439.577.233	399.626.827	346.873.981	334.152.263	330.626.670
Total pasivos corrientes	126.521.011	123.767.129	121.699.543	116.920.510	100.483.768
Total pasivos no corrientes	221.942.340	225.260.764	244.331.500	104.213.145	117.779.781
Total patrimonio	91.113.882	29.967.491	-19.157.062	113.018.608	112.363.121
Total pasivos y patrimonio	439.577.233	399.626.827	346.873.981	334.152.263	330.626.670
Deuda financiera	193.460.255	206.983.657	230.175.191	54.414.197	49.639.829

Opinión

Fundamento de la clasificación

Empresas La Polar S.A. (La Polar) es una empresa orientada a las ventas al detalle (*retail*), mediante el formato de tiendas por departamentos y que, en forma complementaria, participa en el negocio financiero mediante el otorgamiento de créditos a los usuarios de su tarjeta comercial (tarjeta La Polar) y tarjeta VISA la Polar.

En la actualidad, la empresa dispone en Chile de 38 tiendas, distribuidas entre Iquique y Punta Arenas, ubicadas 13 de ellas en la Región Metropolitana, con 157.000 metros cuadrados de superficie para la venta.

Al 31 de diciembre de 2016, los ingresos de **La Polar** ascendieron a \$393.109 millones, lo que significa un incremento de 2,7% respecto del periodo anterior, generando una ganancia bruta igual a \$145.148 millones. Lo anterior, implicó un margen bruto sobre ingresos de 36,9%. En el mismo período, sus costos de distribución y administración alcanzaron los \$138.510 millones, arrojando finalmente una ganancia de \$1.570 millones.

La tendencia de clasificación de los bonos de La Polar cambia desde "Estable" a *Favorable*³, dado que se cumplió la obligación de canje o permuta por parte de Fondo de Inversión Privado Maipo (FIP) respecto a su posición en bonos serie H emitidos por Empresas La Polar y, por ende, se dio inicio a los trámites judiciales para convocar y celebrar una Junta de Acreedores⁴ que aprobaría el alzamiento o terminación del Convenio Judicial de Empresas la Polar S.A.. Esta

³ Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

⁴ Se realizará 7 de junio de 2017

clasificadora considera favorablemente estos avances porque permitirían, a futuro, que la compañía opte a nuevas fuentes de financiamiento bancario. En la actualidad su financiamiento proviene de instituciones financieras no bancarias, principalmente Fondos de inversión privados. Adicionalmente, en fechas recientes, la empresa ha logrado el otorgamiento de líneas de financiamiento por parte de Tanner por US\$ 7 millones y Penta por US\$ 2 millones los cuales quedan a disposición de la empresa de ser requeridos. En función de lo anterior consideramos que el acceso formal al mercado bancario, posibilitaría acceder a un menor costo de financiamiento y, consecuentemente, a una mayor sinergia entre los segmentos retail y financiero.

Cabe señalar, que el reordenamiento de la compañía le ha permitido también a **La Polar** generar un EBITDA positivo durante el ejercicio del año 2016, elemento que también es reconocido por la clasificadora.

En relación a la conversión de la deuda financiera de **La Polar**, al 26 de mayo de 2017, se han convertido 1.555.483.992 acciones de un total de 1.997.235.044 acciones, quedando aún un 22,1% de las acciones por convertir. En el caso de ser canjeado íntegramente en acciones, representaría el 66,6% de la propiedad de la compañía, diluyendo de esta forma a los actuales accionistas al 33,3% de la propiedad.

Existe un plazo de tres años, a contar del 6 de febrero de 2015, para realizar la conversión de bonos convertibles a acciones de la empresa. Posterior a dicho periodo, todo bono no convertido será pagado al 31 de diciembre de 2018 en un solo cupón, sin intereses ni amortizaciones.

Un aspecto positivo es la reestructuración de la deuda financiera, lo cual implicó un cambio en el balance consolidado de La Polar, generando con ello una importante capitalización y baja sustancial de sus obligaciones financieras, lo que ha significado una normalización de sus indicadores financieros

Pese a la mejora del balance de La Polar y la obtención de un EBITDA positivo durante los años 2015 y 2016, la clasificación asignada a los bonos es "*Categoría C*", ya que aún es prematuro extrapolar los positivos resultados obtenidos en 2016 y evaluar objetivamente si el modelo de negocios logrará ser sustentable en el tiempo. Un aspecto de especial atención es que aún el emisor no ha podido normalizar su acceso al mercado bancario, elemento relevante para una entidad en donde su negocio crediticio es importante en su estrategia de largo plazo.

Asimismo, a pesar que **La Polar** registra un nivel de ventas compatible con su *stock* de inventarios y una adecuada recaudación de sus créditos en relación con sus colocaciones netas (a diciembre de 2016, registra una tasa de pago igual a 16,97%, según la última información entregada por el emisor), la compañía, a diciembre de 2016, tuvo un EBITDA positivo igual a \$17.265 millones, superior a lo registrado en 2015, cuando este indicador alcanzaba los \$ 2.678

millones. Sin embargo, la generación de EBITDA de la compañía aún no ha demostrado ser estable en el tiempo (sin perjuicio que se entienda la situación especial que ha afectado a la empresa).

Un desafío de **La Polar** es generar los excedentes necesarios que le permitan responder a las obligaciones financieras contraídas y acceder a nuevos créditos (hecho vital para el crecimiento del negocio financiero). La firma requiere incrementar significativamente su escala de negocios y sus niveles de eficiencia. Cabe señalar que, con los márgenes con que opera, al cierre de operaciones del 2016, logró cubrir los costos de operación y gastos de administración con la ganancia bruta (la suma de los costos de distribución y gastos de administración totalizaron los \$138.510 millones, mientras que la ganancia bruta, en 2016, fue de \$145.148 millones).

Actualmente, la principal falta de eficiencia proviene del segmento financiero, donde el gasto de administración y ventas (sin incorporar depreciación ni amortización) representa cerca del 41% de los ingresos de este segmento.

En opinión de **Humphreys**, el negocio crediticio es altamente intensivo en capital de trabajo y el emisor aún debe normalizar su acceso a las diversas fuentes de financiamiento bancario. En definitiva, más allá de la adecuada gestión llevada a cabo por la administración actual, La Polar presenta claras características y, por ende riesgos, propios de un proyecto aún no consolidado.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Localización geográfica de los locales.
- Marca reconocida.

Fortalezas complementarias

- Nueva administración.

Fortalezas de apoyo

- Adecuado manejo de proveedores.

Riesgos considerados

- Flujos operacionales recién muestran mayor viabilidad y sostenibilidad del negocio en el mediano plazo.
- Modelo de negocio en vías de consolidarse.
- Restricciones con las fuentes de financiamiento que limitan, sobre todo, las colocaciones con la tarjeta.
- Mercado con crecientes grados de competencia, debido al fortalecimiento de agentes orientados a segmentos similares (Hites, Johnson's).
- Necesidad de incrementar sustantivamente la rentabilidad del negocio.
- Propiedad atomizada, por lo que se requiere de un gobierno corporativo que atenúe los riesgos operativos (riesgo que se está reduciendo).

Hechos recientes

Estados financieros a diciembre de 2016

La empresa obtuvo ingresos por \$393.109 millones, lo que significó un aumento en 2,7% respecto de 2015. El negocio de *retail* –que representa un 80,5% del total de las ventas de la compañía– totalizó ingresos por \$318.837 millones, un 0,17% superior a la del periodo anterior en este segmento. Además del incremento en los ingresos, la compañía logró reducir en 0,6% los costos de venta. Así, el margen bruto de este segmento se incrementó en un 29,6% respecto del año 2015. El EBITDA de esta unidad de negocios fue de -\$3.719 millones, mientras que en 2015 fue de -\$7.815 millones.

Los ingresos del segmento financiero totalizaron \$77.131 millones, lo que representó un incremento de 11,4% respecto a 2015, mientras que el costo de venta disminuyó en un 4,5%. De este modo, el margen bruto, como porcentaje de los ingresos, en esta unidad aumentó desde el 66,4% a 68,1% en 2016. Los gastos de administración y venta en este segmento disminuyeron un 19,2%, logrando que el EBITDA de la compañía aumentara desde \$10.494 millones en 2015 a \$20.985 millones en 2016.

Con todo, la empresa finalizó con un EBITDA positivo, igual a \$17.265 millones (\$2.678 millones al cierre de 2015). En términos consolidados, el margen EBITDA de 2016 fue de 4,4% frente al 0,7% de 2015. En el segmento *retail* el margen EBITDA fue de -1,2%, mientras que en segmento financiero fue de 27,2%.

La compañía finalizó 2016 con ganancias por \$1.570 millones, mientras que el año pasado para este mismo periodo su pérdida fue de \$40.639 millones.

La deuda financiera de la empresa alcanzó los \$49.639 millones, un 8,8% menor a la de 2015.

Eventos recientes

En abril de 2017, durante la Junta ordinaria de Accionistas, se resolvió la renovación de una parte importante del directorio, el cual es liderado por Leonidas Vial Echeverría, como presidente del directorio.

En mayo del 2016, la empresa lanzó al mercado su tarjeta VISA La Polar. Esta alianza, además de generar un mayor valor de la marca, abrió el acceso de los actuales clientes a toda la canasta de consumo.

Por último, en septiembre, se abrió la tienda de Coronel, Región del Bío Bío, la cual destaca por un nuevo formato y *layout*.

Definición categorías de riesgo

Categoría C (títulos de deuda de largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e interés en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Categoría Nivel 4 (títulos de deuda de corto plazo)

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, N-3.

Categoría Segunda Clase (títulos accionarios)

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una inadecuada combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia Favorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Antecedentes generales

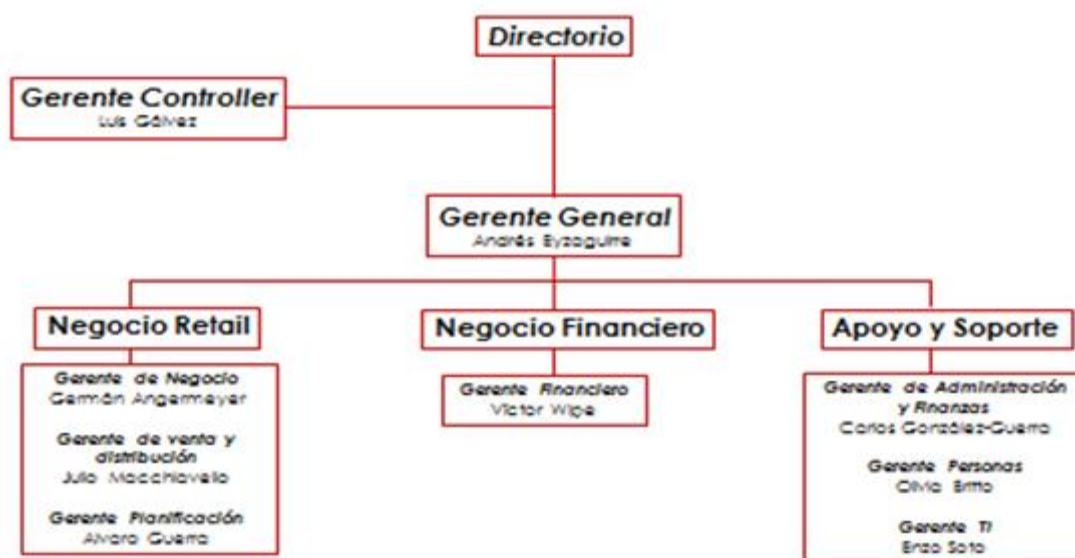
Descripción del negocio

La Polar es una empresa del sector *retail* que, paralelamente, participa en el negocio financiero mediante la administración de la tarjeta comercial del mismo nombre, a través de su filial Inversiones SCG S.A. Como es de público conocimiento, las operaciones normales del emisor se vieron interrumpidas durante 2011, año donde hubo un fuerte ajuste a la baja en las cuentas por cobrar y la empresa cayó en cesación de pagos.

En la actualidad, la firma está en un proceso de reconversión de bonos en acciones, con la emisión de un bono convertible por \$163.633 millones y la emisión de 1.997.235.044 acciones con el fin de respaldar la emisión. Con lo anterior, los actuales accionistas de la sociedad se diluirían en hasta un 66,67%. Tras la emisión de este bono, la compañía prepagó parcialmente las Series F y G.

El principal objetivo de la actual administración es dar viabilidad de largo plazo a la empresa. Dado eso, ha definido como foco estratégico que la empresa vuelva a su negocio central, el *retail*, y utilizar los productos financieros como un mecanismo de apoyo a la venta de productos de las tiendas.

A continuación, la estructura organizacional de la compañía a diciembre de 2016:



La estructura de propiedad de la compañía se encuentra bastante desconcentrada. Conforme con lo señalado en el Título XV de la Ley N° 18.045, la sociedad no tiene controlador ni accionistas mayoritarios.

A continuación, se presenta la estructura accionaria de la empresa, a diciembre de 2016:

Nombre	Número de acciones pagadas	% de propiedad
Larrain vial S.A. Corredores de Bolsa	781.691.583	40%
Banchile C de B S.A	157.403.615	8%
Euroamerica C de B S.A	103.296.587	5%
FCMI Chilean Holdings Ltd. Agencia en Chile	61.961.334	3%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	58.227.642	3%
Santander S.A C de B	53.871.676	3%
Compañía de Seguros Confuturo S.A.	49.930.874	3%
Compañía de Seguros Corpseguros S.A.	49.780.875	3%
Corpbanca Corredores de Bolsa S.A.	48.599.351	3%
Otros		30%

Desempeño por segmento de negocio

En la actualidad, la empresa dispone en Chile de 38 tiendas, distribuidas entre Iquique y Punta Arenas, 13 de ellas ubicadas en la Región Metropolitana, con 157.000 metros cuadrados de superficie para la venta.

Durante 2016, el negocio de venta al detalle representó el 80,5% de los ingresos del emisor y cerca del 64% de su ganancia bruta. El mercado objetivo de la empresa son fundamentalmente los segmentos C3 y D de la población; no obstante, también tiene presencia en los sectores C1 y C2.

En cuanto a la tarjeta La Polar, ésta puede ser usada para financiar las compras en las tiendas de la empresa, realizar avances en efectivo y/o comprar en comercios asociados; sin embargo, la política de la actual administración es priorizar el apoyo a las ventas internas. Durante abril de 2015, mediante alianza con Visa, lanzó una tarjeta abierta al mercado.

Actualmente, la empresa tiene 540 mil tarjetas con saldo. En 2016, el negocio financiero representó el 19,5% de los ingresos de la compañía y el 35,8% del margen bruto.

A pesar de las restricciones de financiamiento que enfrenta la compañía, el *stock* de cartera se incrementó en \$13.318 millones, equivalente a un aumento de un 8,7% respecto a 2015.

Ilustración 1
Evolución de los ingresos según segmento de negocio
(Miles de pesos. 2012-2016)

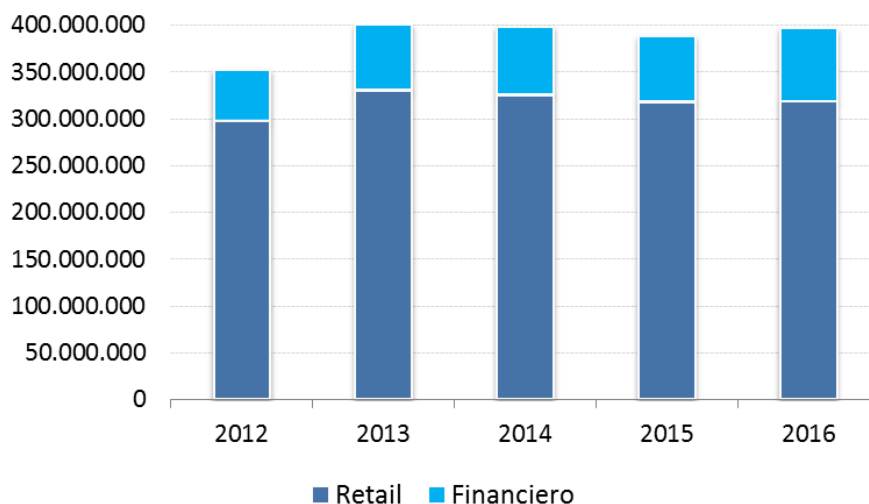
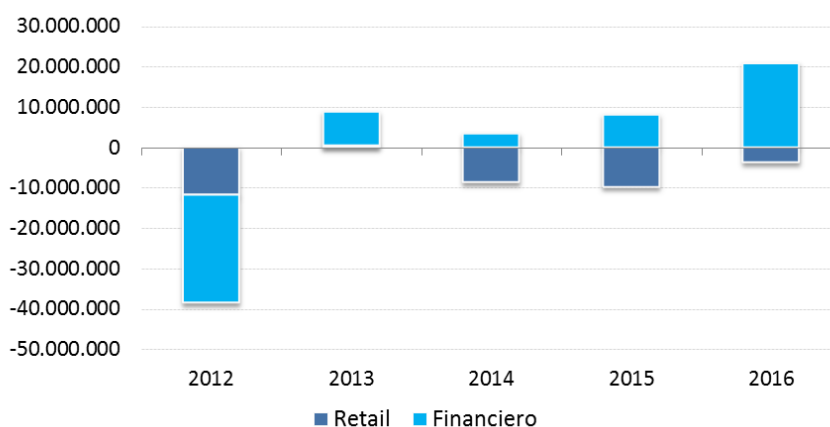


Ilustración 2
Evolución del EBITDA según segmento de negocio
(Miles de pesos. 2012-2016)

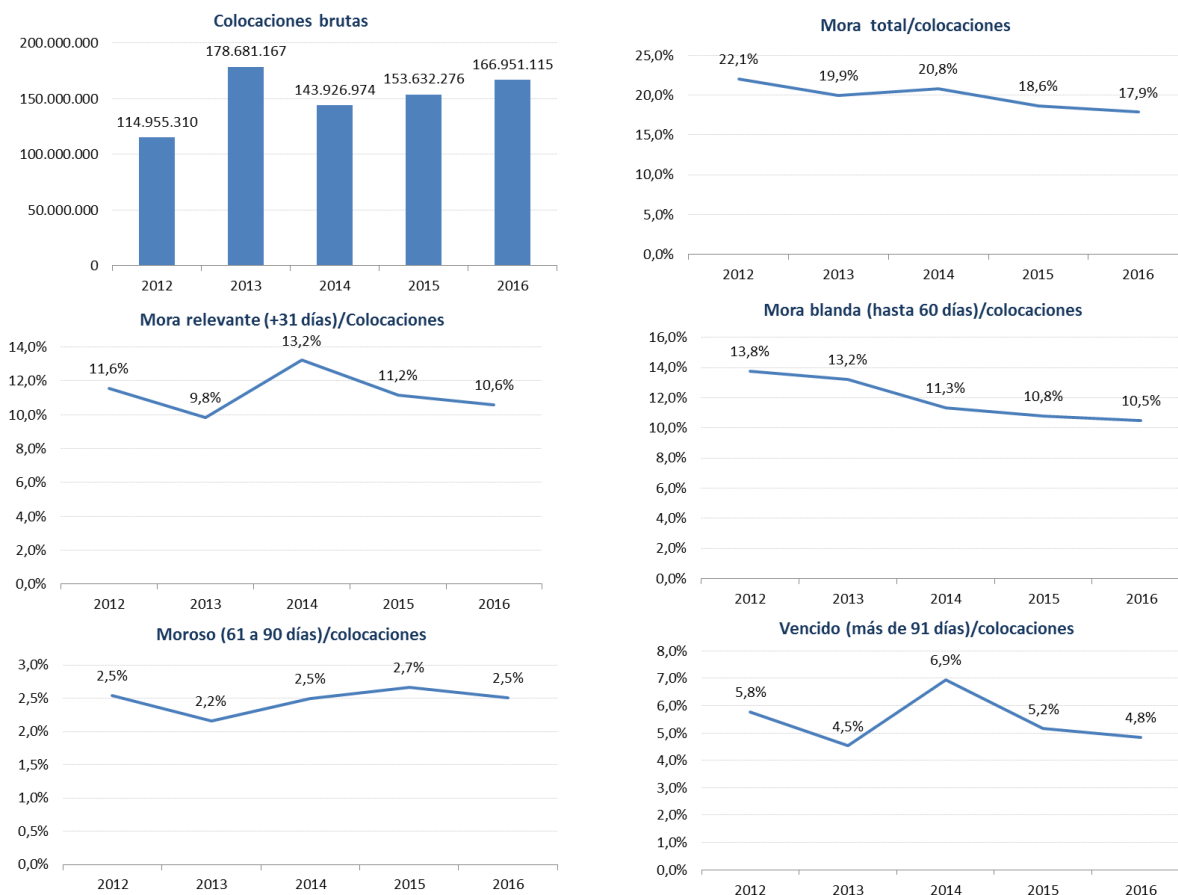


Desarrollo actual de La Polar

Comportamiento cartera crediticia

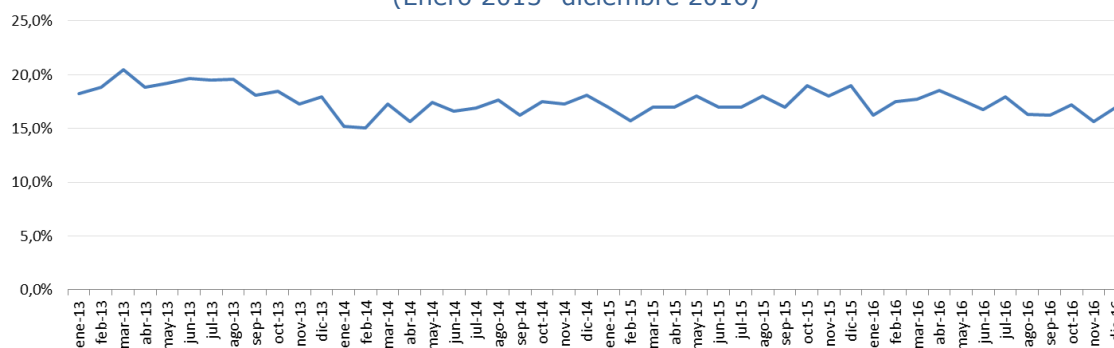
A diciembre de 2016, la cartera bruta (incluyendo la cartera repactada y unilateral) de deudores por tarjeta de crédito de la compañía alcanzaba los \$166.951 millones, un 8,7% superior a la de 2015. La cartera bruta de 2016, se desglosaba en un 87,1% en clientes normales sin repactación, y un 12,9% no repactada. Del total de las colocaciones brutas, un 82,1% se encuentra al día (cifra que a 2015 era de 81,4%), mientras que aquella con mora mayor a 91 días representa un 4,8% de las colocaciones.

Ilustración 3 Comportamiento de la cartera bruta (2012-2016)



Por su parte, la tasa de pago, según los datos enviados por el emisor, durante 2016 alcanzaba valores entre un 15,6% y 18,5%, mientras que en 2015 estos valores fluctuaban entre 15,7 y 19%.

Ilustración 5 Evolución de la tasa mensual de pago (Enero 2013- diciembre 2016)



Originación, cobranza y control interno

Originación

La política de originación de créditos se enmarca dentro de la política de la compañía de mantener una cartera que registre indicadores de riesgo acordes con el segmento atendido, utilizando sistemas decisionales de riesgo, en conjunto con la aplicación de prácticas de administración crediticia que cumplan aspectos legales, normativos y éticos.

El proceso de originación incluye los siguientes aspectos básicos:

1. Proceso de autenticación de identidad por biometría.
2. Decisión centralizada en motores de decisión.
3. Controles de cumplimientos de políticas y procedimientos.
4. Estudio y monitoreo de las decisiones para evaluar su comportamiento.

Cobranza

La gestión de cobranzas para los créditos morosos es desarrollada por la sociedad filial Cobranzas y Recaudaciones Nueva Polar SPA, la que puede subcontratar servicios con terceros y ejercer acciones de cobranza judicial cuando se requieran. También se implementaron nuevos programas informáticos que, además de utilizar georreferenciación, permiten monitorear cada 30 minutos el estado de las diversas empresas de cobranza.

Contraloría interna

Existe un *controller*, que reporta directamente al directorio de la empresa, instancia de la que dependen las unidades de: (i) Auditoría Interna, (ii) Cumplimiento Normativo, (iii) Protección al Cliente, y (iv) Prevención de Pérdidas.

La Unidad de Auditoría Interna realiza las labores de Auditoría de Sistemas, Auditoría de Tiendas y Auditoría Financiera y de Procesos, además de Asuntos internos (Investigación de fraudes internos). Destaca la armonización y unificación de sistemas de gestión y auditoría, los cuales, en la actualidad, se encuentran en sistemas satélites (parcializados). La Unidad de Cumplimiento Normativo controla el respeto a las normas internas, las regulaciones de prevención de lavado de activos, la ley de valores y el cumplimiento de la normativa aplicada por la SVS y la SBIF.

La Unidad de Protección al Cliente permite una gestión más eficiente de los reclamos que éstos puedan presentar.

Finalmente, la Unidad de Prevención de Pérdidas monitorea que se cumplan los protocolos de venta.

El Comité de Directores supervisa de manera directa todos los eventos de riesgo que sean detectados por las unidades de control interno de la empresa, a través de reuniones semanales o quincenales.

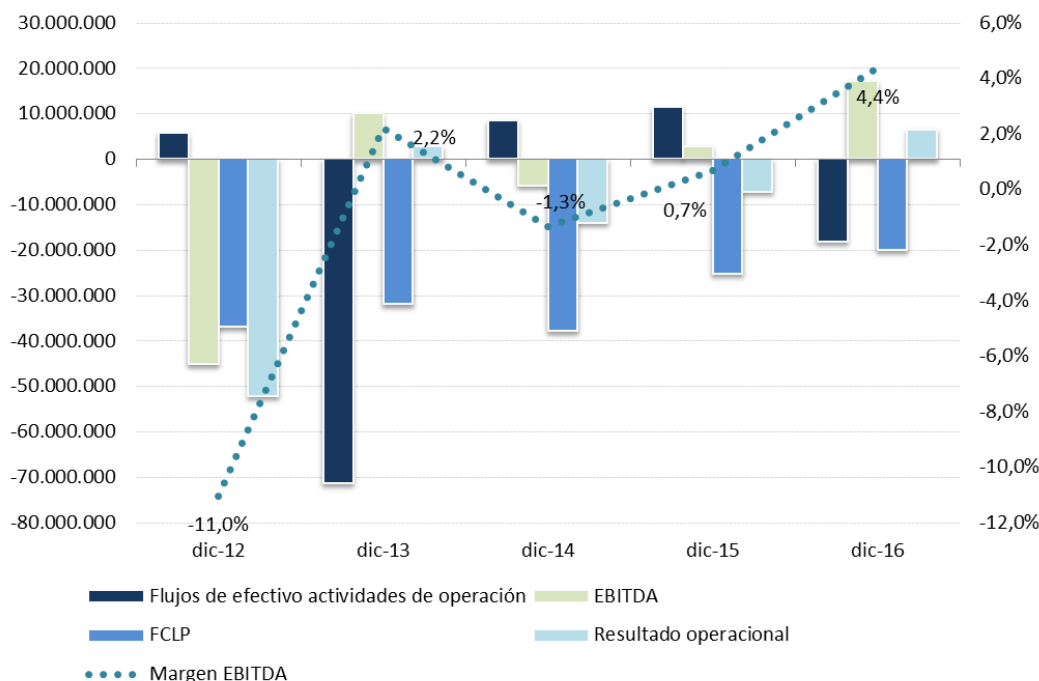
Análisis financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

En 2016, los ingresos de **La Polar** crecieron 1,2% respecto de 2015, totalizando \$393.109 millones. Por su parte, los costos de venta disminuyeron un 0,1% y los gastos de distribución y administración cayeron un 2,0%. De esta manera, la compañía logró mejorar los resultados respecto del año 2015, generando un EBITDA positivo de \$17.265. Aun cuando el flujo de caja mejora, éste continúa siendo negativo en \$19.982 millones. No obstante, por su metodología de construcción, este indicador considera las rentabilidades históricas que, en este caso, pierden representatividad, dados los cambios que exhibe la compañía, lo cual refleja la dificultad para proyectar los flujos futuros de compañías en proceso de reorganización.

Por otra parte, la compañía registró un flujo de efectivo de la operación negativo por \$18.129 millones, debido principalmente al financiamiento del incremento en el *stock* de cartera.

Ilustración 4
Evolución del flujo de efectivo de la operación, FCLP y EBITDA
(M\$. 2012-2016)



Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera de La Polar, tras su segundo año de reestructuración, quedó en \$49.639 millones en diciembre de 2016, siendo que a diciembre de 2015 llegaba a \$56.009 millones; el pasivo total de la compañía se redujo a \$218.263 millones, mientras que el patrimonio de la compañía cayó desde \$113.018 millones en 2015 a \$112.363 millones a fines de 2016 (tal como se muestra en la Ilustración 4). Por otra parte, la relación deuda financiera sobre EBITDA es igual a 2,9 veces (la que a diciembre de 2015 era de 20,5) y tal como se muestra en la Ilustración 5.

Se espera a futuro que la nueva estructura financiera de **La Polar** le permita obtener, en forma más permanente, *ratios* más saludables.

Ilustración 4
Evolución del patrimonio total, EBITDA, FCLP y deuda financiera
(M\$. 2012-2016)

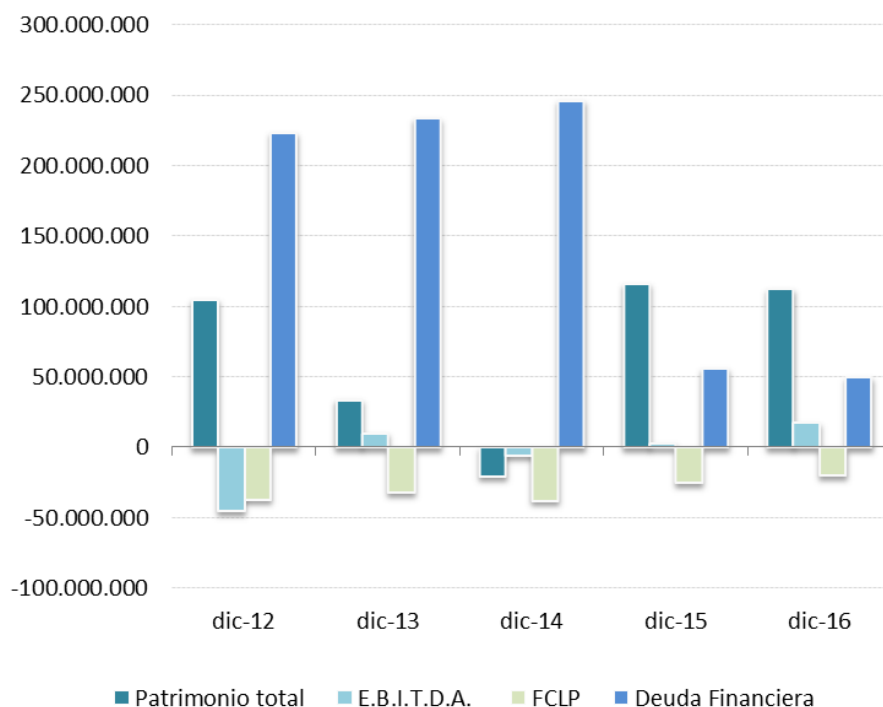


Ilustración 5
Evolución deuda financiera sobre FCLP y EBITDA

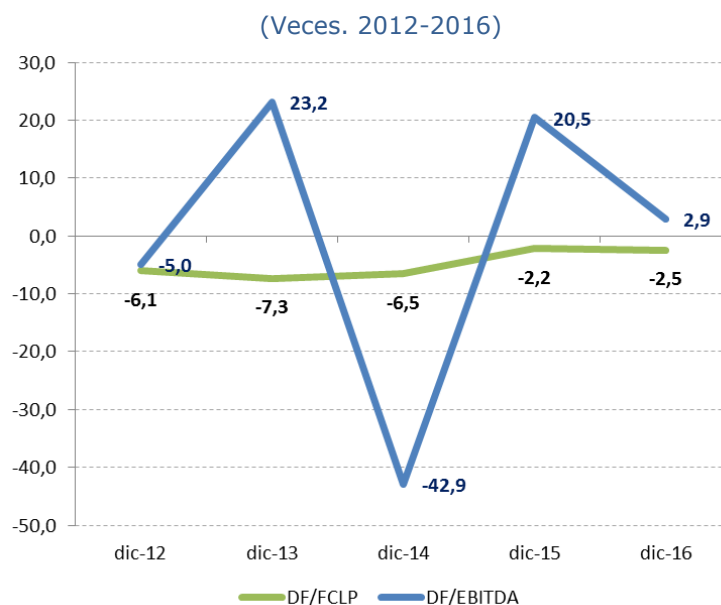
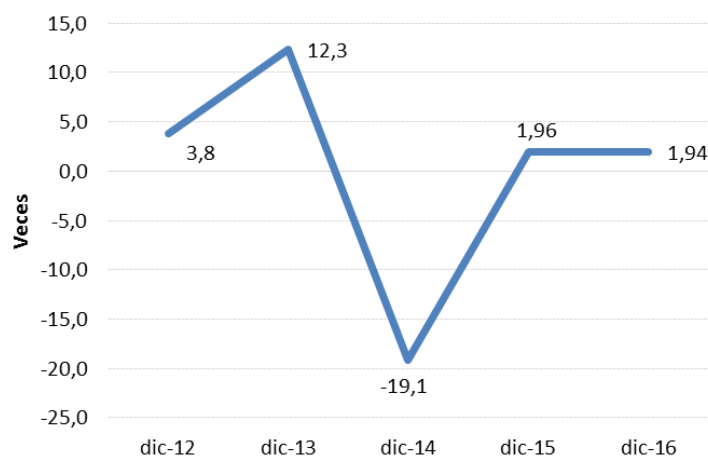


Ilustración 6
Evolución pasivos exigibles sobre patrimonio
 (Veces. 2012-2016)



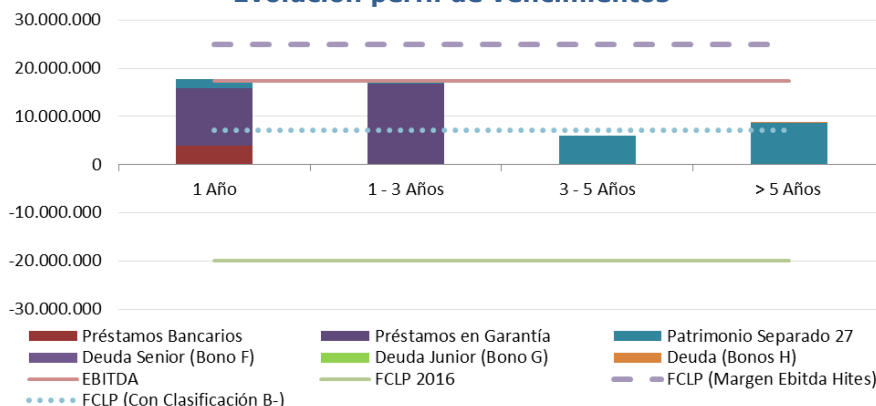
Calendario de vencimientos

A continuación, se presentan los pagos anuales contemplados tras el refinanciamiento de pasivos.

La carga financiera de la compañía está compuesta en el corto plazo por préstamos bancarios, préstamos en garantía y por el patrimonio separado N° 27. S, Y se espera que con el pasar de los años dichas obligaciones financieras disminuyan y que para un periodo mayor a 5 años la

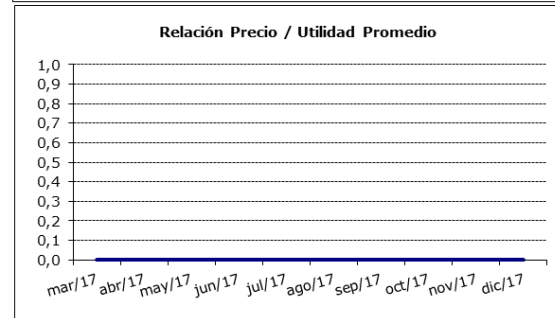
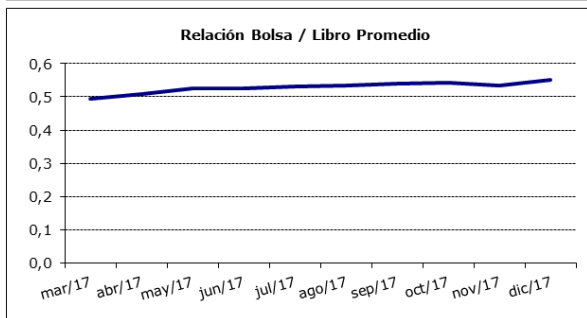
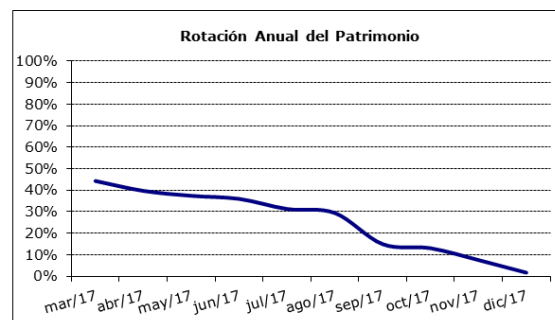
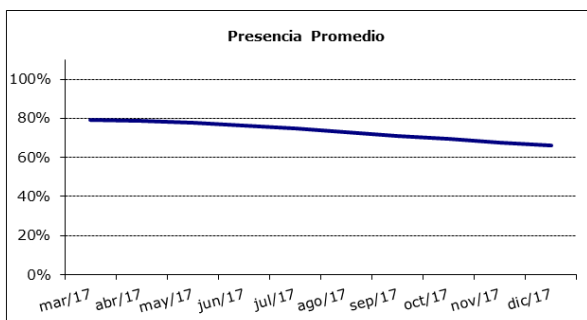
empresa sólo deba hacer frente a la Deuda Senior (Bono F), Deuda Junior (Bono G), Deuda (Bonos H) y en mayor medida al patrimonio separado N° 27. Sin embargo, a pesar de la reducción de sus obligaciones financieras, es posible apreciar que para todo el perfil de vencimientos que tiene la empresa, tanto la generación de EBITDA como su capacidad de generación de FCLP de diciembre 2016 (valor más representativo) no son capaces de cubrir actualmente los pagos anuales del emisor.

Ilustración 6
Evolución perfil de vencimientos



Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y de rotación anual del patrimonio. Además, se muestra la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro:



"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."