



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analistas
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Empresas La Polar S.A.

Mayo 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones	Segunda Clase
Bonos	C
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2020 ¹

Emisiones de deuda vigentes	
Instrumento	Nº y Fecha de Inscripción
Bonos Serie F (BLAPO-F)	Nº 754 de 07.06.13
Bonos Serie G (BLAPO-G)	Nº 755 de 07.06.13
Bonos Serie H (BLAPO-H)	Nº 796 de 19.12.14

Estado de resultados IFRS						
En miles de \$	2016	2017	2018	2019	2019.T1	2020.T1
Ingresos de actividades ordinarias	393.109.866	397.159.914	381.849.896	349.822.451	83.025.597	75.695.865
Costo de ventas	-247.961.427	-218.924.251	-214.632.483	-200.838.278	-47.275.592	-45.501.628
Ganancia bruta	145.148.439	178.235.663	167.217.413	148.984.173	35.750.005	30.194.237
Costo distribución y gasto administración	-138.510.336	-142.105.893	-136.205.568	-121.958.003	-30.728.519	-29.274.270
Costos financieros	-7.815.113	-8.133.420	-7.648.495	-17.610.383	-5.034.069	-3.921.836
Utilidad (pérdida) del ejercicio	2.451.608	6.603.797	-11.238.227	-10.644.073	-6.531.013	-9.470.903
EBITDA	17.265.059	14.700.061	3.674.350	9.496.274	-312.348	-4.314.724

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2019. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2019 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. 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 \$	2016	2017	2018	2019	2020.T1
Total activos corrientes	225.265.991	242.444.424	233.970.028	223.072.859	193.987.343
Total activos no corrientes	105.360.679	93.651.648	116.511.714	231.978.543	225.765.922
Total activos	330.626.670	336.096.072	350.481.742	455.051.402	419.753.265
Total pasivos corrientes	103.533.599	114.895.751	130.413.274	134.535.127	115.910.245
Total pasivos no corrientes	117.779.781	105.965.119	110.922.864	220.097.569	212.903.263
Total patrimonio	109.313.290	115.235.202	109.145.604	100.418.706	90.939.757
Total pasivos y patrimonio	330.626.670	336.096.072	350.481.742	455.051.402	419.753.265
Deuda financiera	49.639.829	54.276.901	87.354.174	194.565.337	189.236.192

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 (diciembre de 2019), la empresa dispone en Chile de 39 tiendas, distribuidas entre Iquique y Punta Arenas, ubicadas 13 de ellas en la Región Metropolitana, con 153.800 metros cuadrados de superficie para la venta.

Al 31 de diciembre de 2019, los ingresos de **La Polar** ascendieron a \$349.822 millones, lo que significa un decremento de 8,4% respecto del periodo anterior, lo cual, unido a la caída de 6,4% de los costos de ventas, significó una caída de la ganancia bruta de 10,4%, totalizando \$148.984 millones. Lo anterior, implicó un margen bruto sobre ingresos de 42,6%. En el mismo período, sus costos de distribución y administración alcanzaron los \$121.958 millones, arrojando finalmente una pérdida de \$10.644 millones. En el primer trimestre de 2020 registró ingresos por ventas por \$75.696 millones, lo que representa una caída de 8,8% debido a un menor dinamismo de las ventas asociado a las medidas asociadas al control de la pandemia por Covid 19, así como a caídas de los ingresos del segmento de *retail* financiero, lo que determinó que las ganancias mostraran un resultado negativo por \$9.471 millones.

La clasificación de riesgo en "Categoría C" se debe a que, tanto la crisis del tercer trimestre de 2019, como los efectos de la crisis por el Covid 19, han significado una reducción relevante en

las ventas y tendrán, además, un deterioro de las cuentas por cobrar. Estos efectos -aunque comunes a la industria-, afectan particularmente a una empresa con un reducido nivel de EBITDA y dificultades para acceder a financiamiento externo.

La empresa ha financiado sus operaciones recurrentemente con entidades financieras no bancarias, apoyándose en su *stock* de cuentas por cobrar. Al margen que el emisor mantiene cartera disponible para este tipo de operaciones, dado el escenario actual dicha alternativa eventualmente podría resentirse, en cuyo caso la empresa requerirá una inyección de recursos por parte de sus accionistas para sostener su estructura operacional en un entorno de flujos deprimidos.

Cabe señalar que el resultado operacional (EBIT) reportado por la compañía pasó desde un valor negativo de \$4.438 millones en 2018, a un valor negativo de \$14.085 millones en 2019. Durante 2020 deberían profundizarse las pérdidas, dada la pandemia de Covid 19 y su impacto en la economía, en particular en el desempleo en el segmento objetivo de la sociedad.

Según lo ha señalado esta clasificadora, el 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 2019, 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 \$121.958 millones, mientras que la ganancia bruta, en 2019, fue de \$148.984 millones). Sin embargo, este desafío se vuelve más difícil de alcanzar en un entorno de bajo crecimiento, débiles indicadores de consumo y cierre prolongado de tiendas, que no podrían ser compensados por el incremento de ventas por canales *on line*.

En opinión de **Humphreys**, el negocio crediticio es altamente intensivo en capital de trabajo y el emisor presenta bajas alternativas de acceso a las fuentes de financiamiento. Más allá de la adecuada gestión llevada a cabo por la administración actual, **La Polar** presenta los riesgos propios de un proyecto aún no consolidado.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Localización geográfica de los locales.
- Marca reconocida.

Fortalezas complementarias

- Administración que ha demostrado capacidad para disminuir los niveles de leverage de la compañía.

Fortalezas de apoyo

- Adecuado manejo de proveedores.

Riesgos considerados

- Flujos operacionales presentarían bajas importantes en el futuro inmediato.
- Modelo de negocio en vías de consolidarse.
- Restricciones con las fuentes de financiamiento que limitan, sobre todo, las colocaciones con la tarjeta.
- Por razones sanitarias, industria presenta restricciones a la apertura de tiendas.
- 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 por las medidas implementadas por la nueva administración).

Hechos recientes

Estados financieros a diciembre de 2019

La empresa obtuvo ingresos por \$349.822 millones, lo que significó una caída de 8,4% respecto de 2018. El negocio de *retail* –que representa un 77,4% del total de las ventas de la compañía– totalizó ingresos por \$276.132 millones (antes de ajustes por consolidación), esto es, un valor 9,1% inferior a lo registrado el año anterior. El EBITDA de este segmento se redujo desde un valor negativo de \$21.725 millones en 2018, a \$8.579 millones en 2019.

Los ingresos del segmento financiero totalizaron \$80.604 millones, lo que representó una caída de 6,4% respecto a 2018. Dado que el costo de venta creció en 16,2%, en parte por la implementación de la normativa IFRS 9, el margen bruto, como porcentaje de los ingresos, cayó desde 66,9% en 2017 a 62,4% en 2018. El EBITDA de este segmento cayó en 29,7%, alcanzando a \$17.861 millones al cierre de 2019.

Con todo, la empresa finalizó con un EBITDA de \$9.496 millones (\$3.674 millones al cierre de 2018). En términos consolidados, el margen EBITDA de 2019 fue de 2,7% frente al 1,0% del año

anterior. En el segmento *retail* el margen EBITDA fue de -3,1%, mientras que en segmento financiero fue de 22,2%.

La compañía finalizó 2019 con pérdidas por \$10.644 millones, lo que representa un resultado menos negativo que las pérdidas de \$11.238 registradas en 2018.

La deuda financiera de la empresa alcanzó los \$195.565 millones, un 122,7% superior a la de 2018, aun cuando no es estrictamente comparable, dado que el valor más reciente incluye pasivos por arrendamiento.

Hechos recientes

En el primer trimestre de 2020 registró ingresos por ventas por \$75.696 millones, En el primer trimestre de 2020 registró ingresos por ventas por \$75.696 millones, lo que representa una caída de 8,8% debido a un menor dinamismo de las ventas asociado a las medidas asociadas al control de la pandemia por Covid 19, así como a caídas de los ingresos del segmento de *retail* financiero, producto de una reducción de las colocaciones por una política de menor exposición al riesgo.

Por su parte, los costos de venta se reducen en 3,8%, razón por la cual la ganancia bruta presenta una disminución de 15,5%.

El EBITDA, por su parte, presentó una profundización de su resultado negativo, pasando de \$312 millones en el primer trimestre de 2019, a un resultado negativo de \$4.315 millones en el primer trimestre de 2020.

Las ganancias, en tanto, exhibieron un resultado negativo por \$9.471 millones, lo que representa un empeoramiento respecto del resultado negativo de \$6.531 millones exhibido en el mismo período del año.

Definición categorías de riesgo

Categoría C

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

Categoría Segunda Clase

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 Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Antecedentes generales

La compañía

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 LP S.A

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

El emisor tiene grupo controlador conforme a las disposiciones contenidas en el Título XV de la Ley N° 18.045, conformado por Rentas VC Limitada, Rentas ST Limitada e Inversiones Baguales Limitada, quienes mantienen un acuerdo de actuación conjunta, no formalizado y sin limitaciones a la libre disposición de las acciones, mediante el cual se comprometen a participar con idéntico interés en la gestión del emisor. Dicho grupo controlador mantiene un 25,75% de las acciones suscritas y pagadas de **La Polar**.

Composición de los flujos

En la actualidad, la empresa dispone en Chile de 39 tiendas, distribuidas entre Iquique y Punta Arenas, 13 de ellas ubicadas en la Región Metropolitana, con 153.800 metros cuadrados de superficie para la venta a diciembre de 2019.

Durante 2019, el negocio de venta al detalle representó cerca del 77% de los ingresos del emisor y cerca del 62% 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 mayo de 2016, mediante alianza con Visa, lanzó una tarjeta abierta al mercado.

Actualmente, la empresa tiene 531 mil tarjetas con saldo a diciembre de 2019. En 2019, el negocio financiero representó el 22,6% de los ingresos de la compañía y el 38% del margen bruto.

A fines de 2019 el *stock* de cartera bruta de tarjeta de crédito se redujo en \$21.519 millones, equivalente a una disminución de 11,1%.

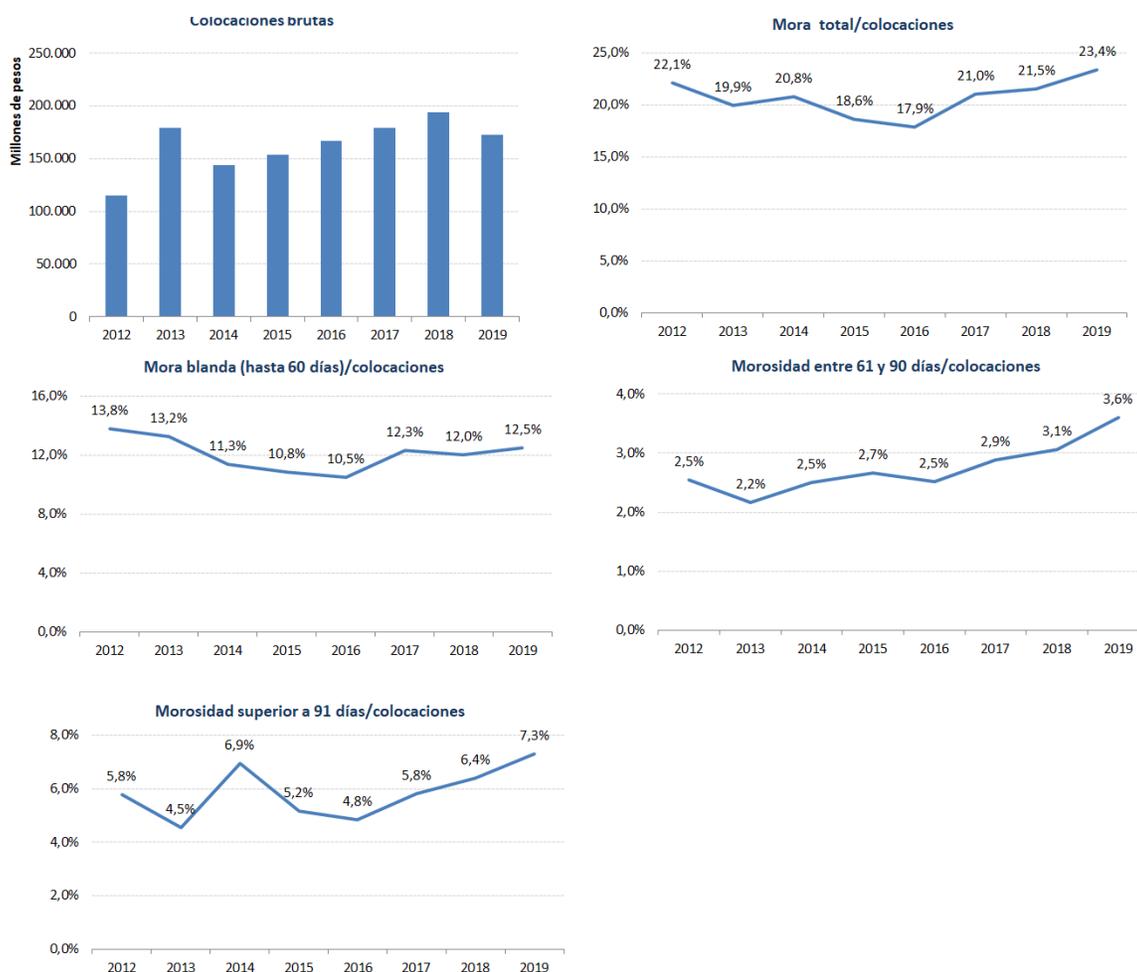
Ilustración 1
Evolución de los ingresos según segmento de negocio
(Millones de pesos. 2012-2019)



Comportamiento cartera crediticia

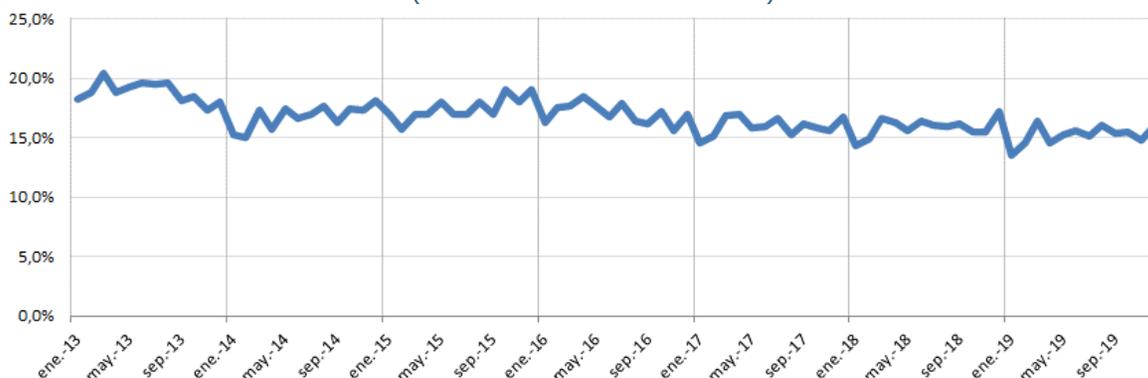
A diciembre de 2019, la cartera bruta (incluyendo la cartera repactada y unilateral) de deudores por tarjeta de crédito de la compañía alcanzaba los \$172.627 millones, un 11,1% inferior a la de 2017. La cartera bruta de 2019 se desglosaba en un 85,5% en clientes normales sin repactación, y un 14,5% repactada. Del total de las colocaciones brutas, un 76,6% se encuentra al día (cifra que a 2018 era de 78,6%), mientras que aquella con mora mayor a 91 días representa un 7,3% de las colocaciones. La Ilustración 2 muestra el comportamiento de la morosidad (como porcentaje de la cartera bruta), apreciándose una trayectoria creciente de este indicador para todos los tramos de mora.

Ilustración 2 Comportamiento de la cartera bruta (2012-2019)



Por su parte, la tasa de pago, según los datos enviados por el emisor, durante 2019 alcanzó valores entre un 13,6% y 16,4%, lo que representa una leve caída respecto a 2018, cuando el valor máximo alcanzó 17,2%.

Ilustración 3
Evolución de la tasa mensual de pago
(Enero 2013- diciembre 2019)



Origenación, cobranza y control interno

Origenación

La política de origenación 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 origenación 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 EBITDA²

En 2019, en términos reales los ingresos de **La Polar** decrecieron en 10,7% respecto de 2018, totalizando \$354.016 millones. Por su parte, los costos de venta disminuyeron, en términos reales, un 8,8% y los gastos de distribución y administración se redujeron en 12,7%. El EBITDA, por su parte, alcanzó \$9.536 millones, lo que significa un incremento, en términos reales, de 151,8% respecto al registro de 2018, explicado por la implementación de la NIIF 16. El Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP),³ por su parte, registra un valor negativo de \$3.394 millones.

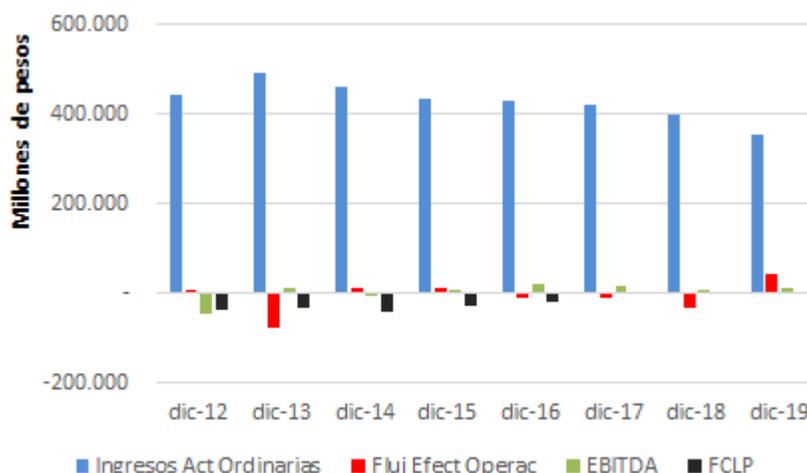
Por otra parte, la compañía registró un flujo de efectivo de la operación positivo por \$40.394 millones, lo que se compara favorablemente con el registro negativo de \$33.435 millones exhibido

² Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, los flujos son expresados en valores a diciembre de 2019.

³ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

en 2018. Este cambio se debe, principalmente, a menores pagos a proveedores y menores registros de la cuenta “otros pagos por actividades de operación”.

Ilustración 4
Evolución de Ingresos de Actividades Ordinarias, Flujo de Efectivo de la Operación, FCLP y EBITDA
 (Millones de pesos de diciembre de 2019. 2012-2019)



Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera de La Polar alcanzó a \$194.565 millones en diciembre de 2019, siendo que a diciembre de 2018 llegaba, en pesos de diciembre de 2018, a \$89.791 millones. Este incremento de 116,7% se debe a la implementación, dentro de la deuda financiera, de los pasivos por arrendamiento, producto de la implementación de la NIIF 16. Si se excluyen estos pasivos, la deuda financiera hubiera registrado una caída de 24,2%. El pasivo total de la compañía se incrementó a \$354.633 millones, mientras que el patrimonio de la compañía se redujo desde \$112.190 millones en diciembre de 2018 a \$100.419 millones a fines de 2019 (tal como se muestra en la Ilustración 5).

Por otra parte, la relación deuda financiera sobre EBITDA es igual a 20,4 veces, influido, como se dijo, por la implementación de la NIIF 16 (ver Ilustración 6). Se aprecia, además, el incremento de la relación negativa entre Deuda Financiera y Flujo de Caja de Largo Plazo, debido a la incorporación de los pasivos por arriendos como parte de la deuda financiera, alcanzando este registro un valor negativo de 57,3 veces en diciembre de 2019.

Ilustración 5
Evolución del patrimonio total, EBITDA, FCLP y deuda financiera
 (Millones de pesos de diciembre de 2019. 2012-2019)

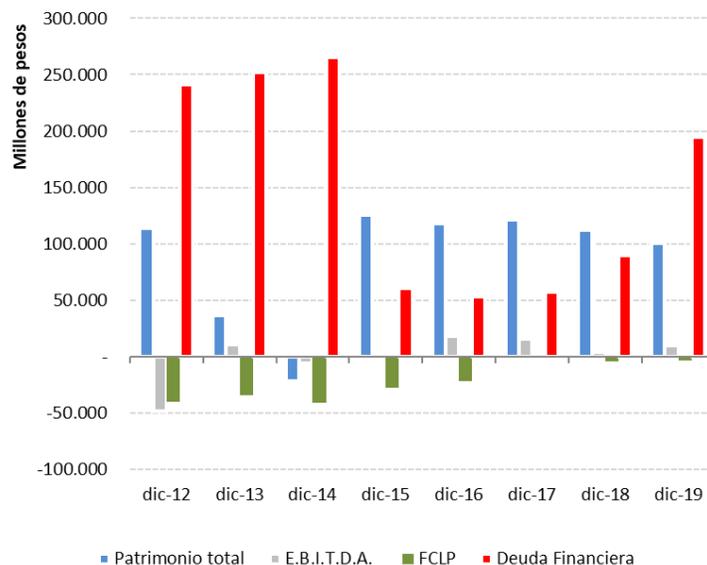


Ilustración 6
Evolución deuda financiera sobre FCLP y EBITDA
 (número de veces. 2012-2019)

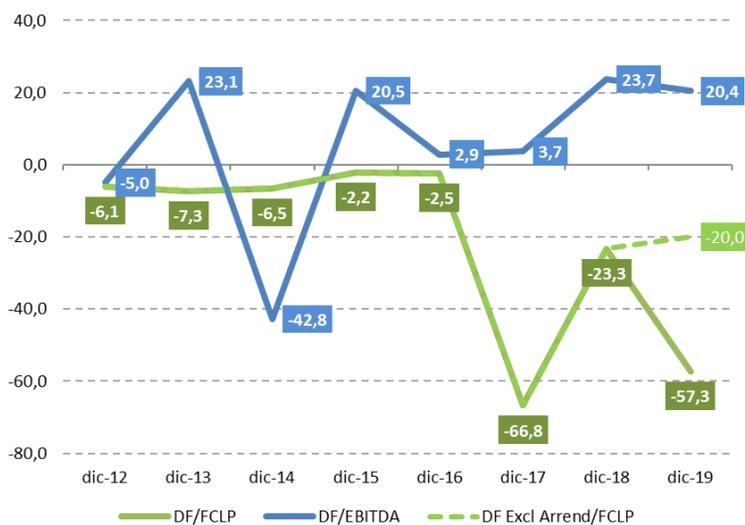
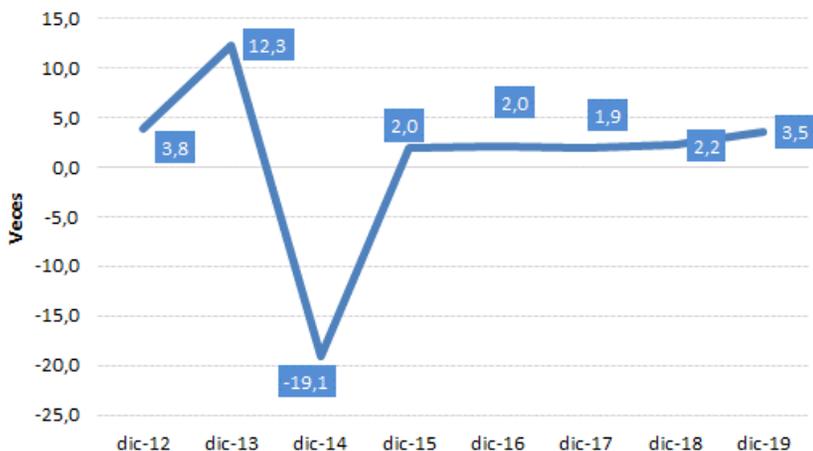


Ilustración 7
Evolución pasivos exigibles sobre patrimonio
 (número de veces. 2012-2019)

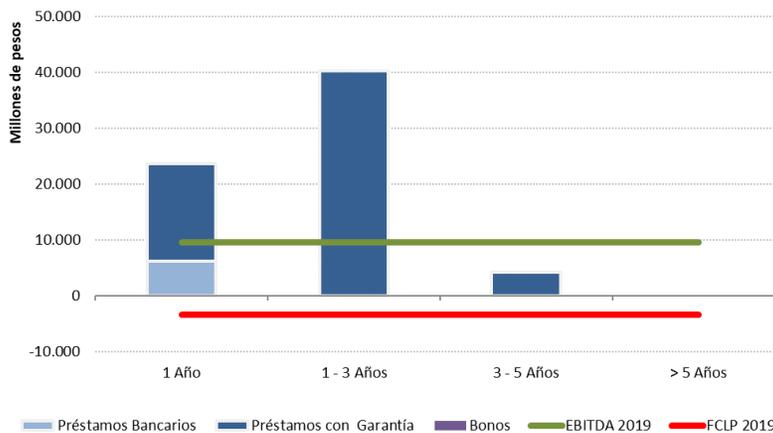


Calendario de vencimientos

A continuación, se presentan los pagos anuales que presenta la emisora. Se aprecia que en 2020 presenta un alto *stress* financiero. No obstante, se debe considerar que la deuda financia los préstamos comerciales, por lo que la recaudación de éstos permite servir las obligaciones, bajo el supuesto que las líneas de créditos no son renovadas.

No obstante, aun cuando se aprecia que la capacidad de generación de flujos de la compañía, medida como EBITDA o FCLP, aún es insuficiente para hacer frente a los pagos anuales del emisor, se debe señalar que parte de la deuda se paga con los flujos obtenidos a partir de la recaudación de las cuentas por cobrar.

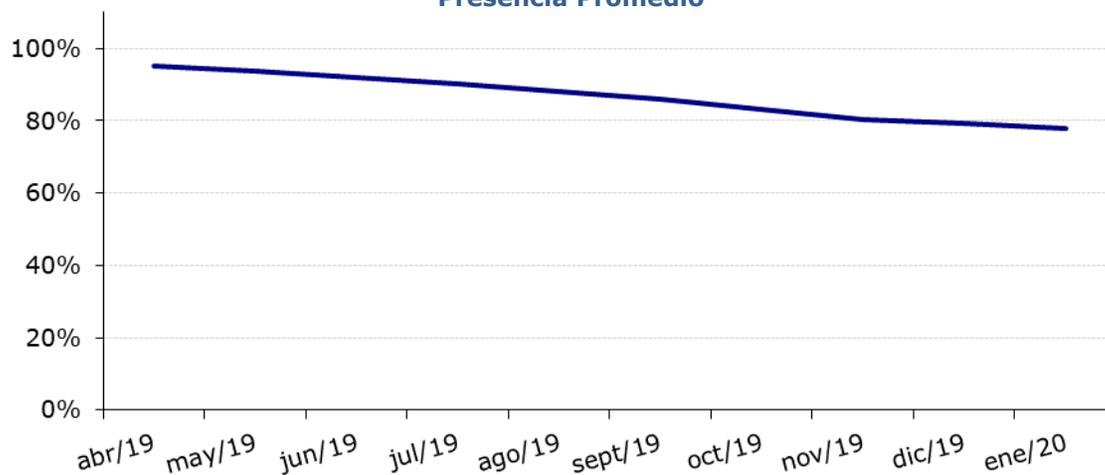
Ilustración 8
Perfil de vencimientos



Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio, apreciándose una tendencia a una caída de este indicador.

Ilustración 9
Presencia Promedio



Ratios Financieros

Ratios de Liquidez					
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019
Liquidez (veces)	1,6	1,7	1,9	1,8	2,0
Razón Circulante (Veces)	1,9	2,2	2,1	1,8	1,7
Razón Ácida (veces)	1,5	1,7	1,6	1,3	1,2
Rotación de Inventarios (veces)	4,6	4,6	4,0	3,5	3,0
Promedio Días de Inventarios (días)	80,1	78,9	92,4	104,1	122,1
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	3,0	2,9	2,6	2,8	3,1
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	121,4	125,1	141,3	128,3	116,9
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,4	3,2	2,8	3,2	2,2
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	106,4	113,4	129,2	113,6	164,7
Diferencia de Días (días)	-15,0	-11,7	-12,2	-14,8	47,8
Ciclo Económico (días)	-95,0	-90,6	-104,5	-118,9	-74,3

Ratios de Endeudamiento					
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019
Endeudamiento (veces)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	2,0	2,0	1,9	2,2	3,5
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,1	0,9	1,1	1,2	0,6
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	20,5	2,9	3,7	23,7	20,4
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	0,2	0,2	0,2	0,4	0,5
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veces que se gana el Interés (veces)	-0,8	0,4	-0,5	-1,8	-1,7

Otros Ratios					
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,4%
Capital sobre Patrimonio (%)	284,0%	297,5%	297,9%	338,9%	369,4%

"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 Comisión para el Mercado Financiero y en aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."