

## Reseña Anual de Clasificación (estados financieros marzo 2017)

# EMPRESAS LA POLAR S.A.

### 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
Solvencia / Bonos corporativos	B-	Confirmación	Estable	Confirmación	General de empresas; Industria de bienes de consumo
Efectos de comercio	N4/B-	Confirmación	Estable	Confirmación	Criterio: Relación entre clasificaciones de riesgo de corto y largo plazo
Títulos accionarios	Segunda Clase	Confirmación	N/A	Confirmación	Títulos accionarios de sociedades anónimas

## Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en categoría B- con tendencia estable**, la solvencia y bonos de EMPRESAS LA POLAR S.A. (en adelante LA POLAR, la compañía o la sociedad). La línea de efectos de comercio, por su parte, se ratifica en categoría N4/B-, tendencia estable y en Segunda Clase los títulos accionarios nemotécnico NUEVAPOLAR.

La ratificación de la clasificación se sustenta en la fortaleza de la marca y participación de mercado, en la diversificación, economías de escala/tamaño relativo y en la situación financiera de la compañía. Al respecto:

- Fortaleza de la marca y participación de mercado:** Si bien LA POLAR es una marca moderadamente reconocida, los niveles de lealtad del consumidor aún son limitados (sobre todo aquellos que no son tarjetahabiente), con niveles inferiores de satisfacción de calidad y valor percibidos respecto al mercado, cuyo objetivo principal a mejorar es la confianza de los consumidores. Las ventas de la compañía crecieron sólo 3% (CAGR<sub>2012-2016</sub>), pero la compañía evidencia mejor control de la morosidad respecto a algunos retailers con público objetivo C3-D.
- Diversificación:** Las ventas de la compañía están segmentadas en el negocio retail y financiero, existiendo una cartera de productos de razonable diversidad. La presencia geográfica, por su parte, abarca a la Región Metropolitana (13 locales) y ciudades ubicadas entre Iquique y Punta Arenas (25 locales en regiones).
- Economías de escala/tamaño relativo:** En opinión de ICR, si bien EMPRESAS LA POLAR tiene un tamaño relativo razonable, 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.

LA POLAR mantiene un tamaño y una estructura de costos tal, que permite realizar campañas de marketing de tamaño razonable, aun cuando los fondos destinados a este ítem se han reducido tras el lineamiento hacia el ahorro en costos de la empresa.

- Situación financiera:** Desde diciembre de 2012 hasta marzo de 2017, la compañía disminuyó su deuda desde \$193.460 millones hasta \$47.169 millones como consecuencia de la emisión de su bono convertible en acciones en 2015, que le permitió bajar sus obligaciones de manera relevante.

Los vencimientos que tiene la compañía para los próximos 12 meses indican que LA POLAR tendría la capacidad para dar cumplimiento a obligaciones en los plazos y condiciones estipuladas, impulsadas por la mejora de su EBITDA.

En opinión de ICR, si bien la compañía ha mostrado una mejora de resultados durante los últimos períodos, la variación no es lo suficientemente significativa como para impactar de manera favorable en su clasificación de riesgo actual. La clasificación podría variar al alza conforme la compañía continúe mejorando en términos de resultados, sin que ello implique aumentos en los niveles de riesgo de su cartera.

Para el caso de EMPRESAS LA POLAR, la evaluación del riesgo del negocio, esto es fortaleza de la marca, participación de mercado, diversificación y economías de escala, indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría BB. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero indica que mantiene 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 de los bonos distinta a la solvencia del emisor.

## Antecedentes de la Compañía<sup>1</sup>

### 1. Antecedentes generales

La compañía participa en la industria de retail, compitiendo principalmente en los segmentos socioeconómicos C3-D, y apoyado por el negocio de retail financiero, según el siguiente detalle:

Negocio	Formato	Detalle
Retail	LA POLAR.	38 tiendas equivalentes a 156.500 m <sup>2</sup> de sala de venta.
Retail financiero	Tarjetas cerradas (LA POLAR y Blanc LA POLAR) y tarjeta abierta (Visa LA POLAR).	Financiamiento de: (i) ventas realizadas en tiendas; (ii) compras en comercios asociados; (iii) avances en efectivo; (iv) promociones exclusivas asociadas a la tarjeta; (v) intermediación de pólizas de seguros para los clientes.

**Tabla 1:** Principales características de los negocios.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros y análisis razonado).

Si bien LA POLAR no tiene un controlador (según lo señalado en la Ley N° 18.045 sobre el Mercado de Valores), el mayor porcentaje de propiedad lo mantiene la familia Vial, quienes han ido incrementando su participación en la empresa de retail en los últimos años. A junio de 2017 los doce mayores accionistas son:

Accionistas	
LARRAÍN VIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA	41,32%
BANCHILE C. DE B. S.A.	6,50%
EUROAMÉRICA C. DE B. S.A.	4,24%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	3,21%
SANTANDER CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	2,89%
BICE INVERSIONES CORREDORES DE BOLSA S.A.	2,80%
ITAÚ CORPBANCA CORREDORES DE BOLSA S.A.	2,43%
CREDICORP CAPITAL S.A. CORREDORES DE BOLSA	2,42%
NEVASA S.A. CORREDORES DE BOLSA	2,38%
VALORES SECURITY S.A. C. DE B.	2,28%
AFP HABITAT S.A. PARA FDO. PENSION C	2,21%
CONSORCIO C. DE B. S.A.	2,05%
<b>Total 12 mayores accionistas</b>	<b>74,73%</b>

**Tabla 2:** Estructura de propiedad a junio de 2017.

(Fuente: Elaboración propia con información de SVS).

La compañía es administrada por un directorio compuesto por siete miembros nombrados en la junta de accionistas de abril de este año por un período de tres años.

Directorio	
Leonidas Vial Echeverría	Presidente
Manuel José Vial Claro	Vicepresidente
Anselmo Palma Pfozter	Director
Sergio Guzmán Lagos	Director
Gonzalo de la Carrera Correa	Director
Fernando Delfau Vernet	Director
Felipe Baraona Undurraga	Director

**Tabla 3:** Directorio.

(Fuente: SVS).

La compañía tiene conformado un comité de directores compuesto por Gonzalo de la Carrera y Sergio Guzmán como directores independientes, y por Manuel José Vial como director vinculado al controlador.

### 2. Política de crédito y cobranza

Respecto a las políticas de crédito y cobranza, la originación de créditos para clientes nuevos y antiguos se rige por una política de otorgamiento de crédito. Para el caso de clientes nuevos, esta política establece los requisitos básicos de riesgo que deben cumplir los solicitantes, los tipos de créditos a los cuales pueden optar y los lineamientos de asignación de cupos para cada segmento de cliente.

Todas las solicitudes son evaluadas por un motor de decisiones que aprueba, rechaza o deriva a zona de análisis, la apertura y otorgamiento de la tarjeta.

En el caso de clientes antiguos, las propuestas de ajustes de cupos se definen de acuerdo a estudios estadísticos del área de inteligencia de riesgo (que incluyen el comportamiento externo e interno, por ejemplo). Los ajustes no pueden superar el 30% del cupo vigente. Se define una matriz donde los mejores clientes optarán hasta el máximo de aumento posible, y los neutros o de bajo puntaje no optarán a incremento. Segmentos de clientes específicos podrán tener porcentajes distintos de incrementos, según definición de la gerencia de riesgo.

La compañía mantiene un modelo de provisiones que fue modificado durante el año 2016, variando desde un modelo *roll rate* a uno de regresión logística, que corresponde a un modelo basado en una probabilidad por cliente, obtenida por medio de una regresión que incluye variables predictivas en base a su nivel de significancia a nivel demográfico y de comportamiento. Este modelo considera una probabilidad de pérdida de 100% sobre los 90 días, al que se le descuenta el recupero esperado en estos tramos. Durante el año 2018 entra en vigencia la NIIF 9, lo que podría implicar un impacto financiero para la compañía tras un eventual cambio en el modelo de provisiones actual.

En relación a la cobranza, el proceso es tercerizado para la mora sobre 30 días. Para la mora *light* (1 a 30 días) existe un *call center* interno para gestionarla.

Respecto a las renegociaciones, la tasa de interés que se utiliza para los productos financieros se fija mensualmente y es definida por la subgerencia de operaciones de retail financiero. Los tipos de renegociaciones pueden ser renegociación de deuda morosa o renegociación de deuda total, necesiéndose para ambos casos una solicitud formal y un abono inicial.

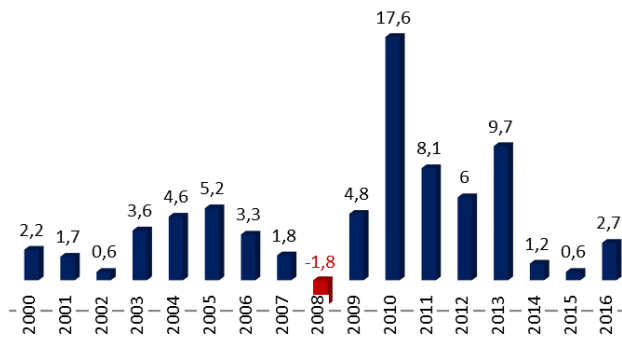
En relación a los castigos, la política de LA POLAR es castigar el total de la deuda de un cliente cuando una cuota cumple 181 días de mora.

## La Industria<sup>2</sup>

Las ventas del comercio minorista de la Región Metropolitana han presentado ciclos relevantes en la última década, existiendo períodos de contracción claramente definidos (como el de 2008) y expansiones relevantes (como la de 2010), ambas coincidiendo con la etapa pre y post crisis *subprime*, respectivamente. A partir de 2013, por su parte, comienza una clara disminución de los crecimientos en las ventas del comercio minorista, con ciertas categorías mayormente expuestas como muebles, por ejemplo.

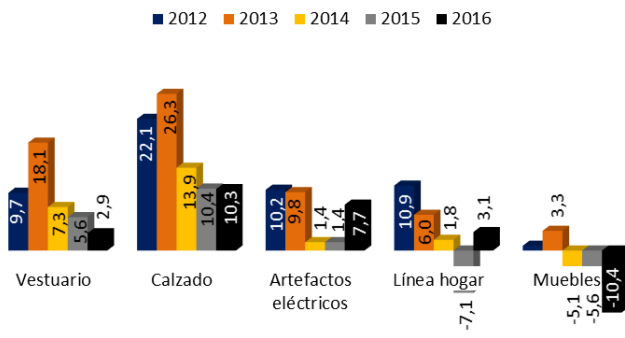
Durante todo el 2015 se evidenció la desaceleración del consumo al cerrar el año con un crecimiento de sólo 0,6% respecto al año anterior (1,2% durante el 2014), cifra muy por debajo de la tasa de crecimiento que se evidenció en el año 2013 respecto a 2012 (9,7%), y la que durante el 2016 sólo se recuperó parcialmente.

Variación anual ventas comercio minorista (%)



**Gráfico 1:** Variación anual ventas comercio minorista, Región Metropolitana. (Fuente: Elaboración propia con información de boletín mensual Cámara Nacional de Comercio, Servicio y Turismo de Chile (CNC), mayo 2017).

Variación ventas comercio minorista, por categoría (%)

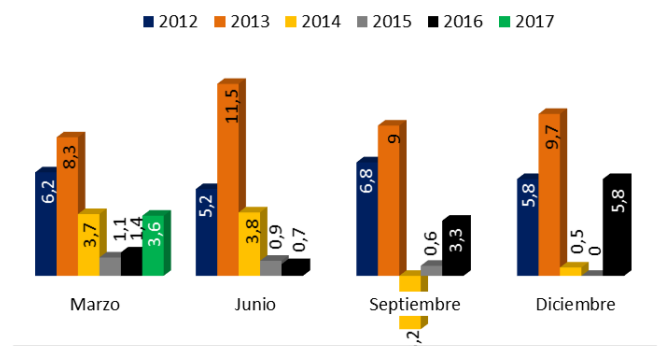


**Gráfico 2:** Variación anual ventas comercio minorista, Región Metropolitana, por categoría.

(Fuente: Elaboración propia con información de boletín mensual Cámara Nacional de Comercio, Servicio y Turismo de Chile (CNC), mayo 2017).

En 2016 el comercio sólo comenzó a recuperarse a partir del segundo semestre del año, lo que marca el mayor crecimiento semestral desde 2013. Según información publicada por la Cámara Nacional de Comercio, Servicio y Turismo de Chile, esta variación estuvo marcada por la intensificación de las promociones (sobre todo en diciembre), efecto positivo de calendario (un viernes y sábado adicionales respecto a diciembre de 2015) y crecimiento de turistas argentinos, con su consecuente impacto positivo en las ventas del comercio.

Variación trimestral ventas comercio minorista (%)

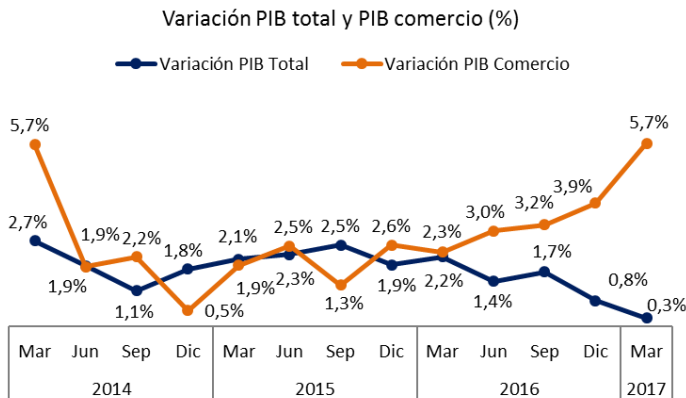


**Gráfico 3:** Variación trimestral ventas comercio minorista, Región Metropolitana. (Fuente: Elaboración propia con información de boletín mensual Cámara Nacional de Comercio, Servicio y Turismo de Chile (CNC), mayo 2017)

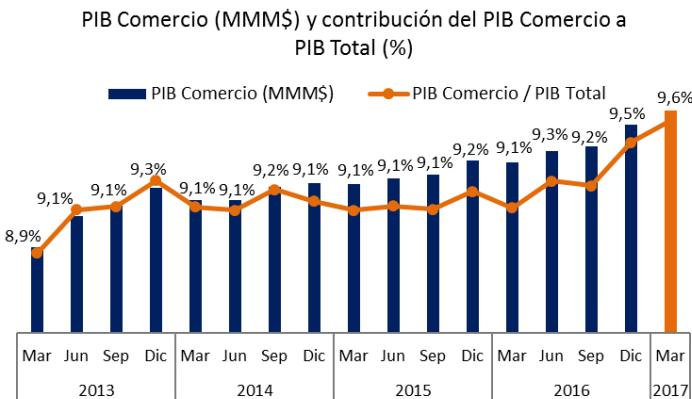
Durante el 2017, por su parte, las ventas del comercio minorista de la región metropolitana han tenido un crecimiento de 6% en enero, 0% en febrero, 4,7% en marzo, 1,1% en abril y 3,2% en mayo, lo que permitió un mayor crecimiento del comercio durante el primer trimestre de 2017 respecto al mismo período del año anterior (+3,6%).

Lo anterior se deriva principalmente de la recuperación de las ventas de la línea de vestuario (+10,5%), seguido de calzado y artefactos electrónicos, los que, aun cuando mantienen crecimiento, no lograron superar las tasas del mismo período de 2016. La línea hogar por su parte, cerró el trimestre con decrecimientos, al igual que la categoría de muebles.

En efecto, las variaciones de los últimos cuatro años del PIB del comercio evidencian esta recuperación parcial del sector, que ha crecido a mayores tasas que el PIB total desde diciembre de 2015 y su contribución creció durante el primer trimestre de este año.



**Gráfico 4:** Variación trimestral producto interno bruto y del comercio. Volumen a precios del año anterior encadenado, desestacionalizado, referencia 2013. (Fuente: Elaboración propia con información de Banco Central).



**Gráfico 5:** PIB total y PIB comercio. Volumen a precios del año anterior encadenado, desestacionalizado, referencia 2013. (Fuente: Elaboración propia con información de Banco Central).

Estudios desarrollados por la Cámara de Comercio de Santiago<sup>3</sup>, muestran que en la industria minorista, los retailers se están enfrentando a transformaciones relevantes impulsadas, en parte, por el cambio de hábito en el consumo de los hogares.

## 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,

Entre estas tendencias se encuentra, por ejemplo: (1) el enfoque de las inversiones hacia la eficiencia y productividad; (2) expansión internacional, privilegiando mercados latinoamericanos de alto crecimiento; (3) migración hacia canales de venta *online*; (4) estabilidad del formato *outlet*; (5) disminución de vendedores por metro cuadrado (creciendo la incidencia de la tecnología); (6) disminución del crédito para hogares de ingresos medios / bajos; (7) crecimiento del modelo de tiendas de especialidad (sobre todo en vestuario, reforzando las marcas propias).

En opinión de ICR, a lo anterior se suma la penetración de tarjetas abiertas (como Visa), lo que está siendo adoptado por gran parte de los participantes de la industria como una opción de crecimiento del negocio de retail financiero.

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por EMPRESAS LA POLAR. A pesar que muchos de los riesgos tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía. Así, si bien toda la industria se encuentra afectada a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

Principales riesgos	Principales mitigadores aplicados por LA POLAR
Riesgo de crédito	<ul style="list-style-type: none"> <li>Políticas crediticias definidas y restrictivas de acuerdo al segmento de cliente en el que califique el deudor. Lo anterior se vuelve relevante considerando el segmento objetivo al que apunta LA POLAR (C3-D).</li> </ul>
Sensibilidad a la actividad económica y segmento objetivo	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sin mitigador específico. Este riesgo se evalúa en forma continua de manera de reaccionar oportunamente a cambios en las condiciones del mercado.</li> </ul>
Riesgos regulatorios	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sin mitigador específico. Se evalúa caso a caso cuando ocurren las contingencias no anticipables.</li> </ul>
Competencia	<ul style="list-style-type: none"> <li>Concentración en la cartera de clientes de mejor comportamiento.</li> <li>Otorgamiento de la tarjeta de crédito abierta a un segmento específico de clientes.</li> </ul>

**Tabla 4:** Principales riesgos del negocio y mitigadores de EMPRESAS LA POLAR. (Fuente: Elaboración propia con información de EMPRESAS LA POLAR).

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

### FORTALEZA DE LA MARCA

En opinión de esta clasificadora, la industria a la que pertenece LA POLAR corresponde a un mercado con barreras de entrada relativamente

altas, originadas por una imagen de marca importante, además de eficiencias operacionales y canales de distribución sólidos, aspectos básicos para mantenerse dentro de los actores relevantes de la industria.

Si bien LA POLAR es una marca moderadamente reconocida, los niveles de lealtad del consumidor aún son limitados (sobre todo aquellos que no son tarjetahabiente), con niveles inferiores de satisfacción de calidad y valor percibidos respecto al mercado, cuyo objetivo principal a mejorar es la confianza de los consumidores.

Las ventas de la compañía presentan un rendimiento moderado a través de los años, creciendo sólo 3% (CAGR<sub>2012-2016</sub>), pero evidencia mejor control de la morosidad respecto a algunos retailers con público objetivo C3-D (salvo el primer trimestre de este año que disminuyó levemente la cartera al día).

Respecto a la publicidad, si bien existe una baja inversión en marketing, sí hay un enfoque real en el fortalecimiento de la marca, crecimiento de las ventas, confianza de la marca, a través del énfasis en la efectividad de la comunicación de marketing. Además, si bien LA POLAR continúa utilizando las plataformas tradicionales de marketing, también se está enfocando hacia nuevos canales, como la publicidad directa hacia los tenedores de la tarjeta LA POLAR y el marketing digital para impulsar las ventas a través de su sitio web.

### PARTICIPACIÓN DE MERCADO

LA POLAR es un retailer con una adecuada participación de mercado, situándose dentro de los primeros competidores del nicho de mercado

que abarca los segmentos C3-D. A nivel nacional, su participación de mercado está cerca del 7%, medido sobre ingresos de venta retail.

### DIVERSIFICACIÓN

Las ventas de la compañía están segmentadas en el negocio retail y financiero, existiendo una cartera de productos de razonable diversidad.

A pesar de lo anterior, el riesgo del negocio de LA POLAR es superior a otros retailers que apuntan a otros segmentos objetivos, aun cuando apunten al mismo negocio principal (línea blanda).

Respecto a la presencia geográfica, LA POLAR tiene exposición a diferentes regiones: 13 locales de venta en Santiago y otros 25 se encuentran entre Iquique y Punta Arenas.

### ECONOMÍAS DE ESCALA / TAMAÑO RELATIVO

En opinión de ICR, si bien LA POLAR tiene un tamaño relativo razonable, tiene un limitado poder de compra de productos, en el sentido que estos provienen de un gran número de proveedores que a su vez abastecen a un número considerable de retailers.

LA POLAR mantiene un tamaño y una estructura de costos tal, que permite realizar campañas de marketing de tamaño razonable, aun cuando los fondos destinados a este ítem se han reducido tras el lineamiento hacia el ahorro en costos de la empresa. Respecto a este último punto, durante los últimos años un enfoque base de la compañía ha sido la disminución de los costos, cuya estructura continúa por sobre la de la industria.

Así, algunos focos de ahorro en costos han sido la disminución de la dotación en tiendas por medio de la autoatención, reestructuración de los procesos de carga y despacho a tiendas, mejoras en el *packaging* desde el origen, cambio de contratos a través de firma digital, entre otros.

En opinión de esta clasificadora, la compañía tiene limitada influencia para fijar precios sin que se alteren los volúmenes de venta. Por las características de la industria a la que pertenece, tanto en el sector

vestuario como en electro se producen guerras de precios que afectan las unidades vendidas, lo que se va evidenciando cada ciertos períodos en la industria.

Respecto al uso de tecnología, se estima que por el momento la compañía mantiene una capacidad menos que adecuada para implementar y beneficiarse de tecnologías más recientes, respecto a sus competidores. A pesar de lo anterior, existe un enfoque hacia la importancia que tiene la tecnología para el negocio y para operar con un mayor grado de eficiencia, y que en el año 2017 se traduce en la operación de la tarjeta Visa, actualización de plataforma Oracle (ERP), mejoras en los sistemas corporativos, mejoras en redes, entre otros.

En relación a la distribución de los productos, la compañía mantiene canales de distribución satisfactorios, con enfoque en la rapidez de distribución con las menores mermas posibles. Además, en logística se han realizado mejoras en temas de transporte marítimo, bodegaje y reprocesos de productos, eliminándose con ello costos adicionales relevantes para la compañía. Durante el 2016 se separó las áreas de ventas y de distribución a tiendas.

## Evaluación del Riesgo Financiero

### SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

#### 1. Cartera de clientes

Desde el año 2013 el número de clientes activos de LA POLAR mostraba tasas de crecimiento durante todos los trimestres, tendencia que se revirtió a partir del segundo trimestre de 2016, período en el cual el número de clientes disminuyó 2,7%, 3,5% a septiembre de 2016 y 2,1% a diciembre del mismo año. A marzo de 2017, por su parte, esta disminución continuó, cerrando el trimestre con 510.445 clientes con deuda, lo que representa una leve baja de 0,4% respecto al mismo período del año anterior.

En términos de cartera, la evolución muestra una tendencia distinta: caída en el primer semestre de 2015, y recuperación y crecimiento a partir de septiembre 2015. Esto da cuenta del impacto del incremento en la deuda promedio por cliente a partir del último trimestre de 2015, impulsado principalmente por nuevos productos (como el negocio de seguros), la apertura de la tarjeta abierta LA POLAR Visa (la que al cierre del primer trimestre de 2017 representó el 15% de los clientes totales) y el mayor ingreso generado por los avances.

Negocio Financiero	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	mar-15	Mar-16	Mar-17
Clientes con deuda (N°)	519.394	531.264	552.031	540.461	508.537	512.751	510.445
Cartera total bruta (MM\$)	178.681	143.927	153.632	166.951	136.185	144.931	160.652
Provisión acumulada (MM\$)	14.125	14.832	14.128	15.205	14.707	15.215	16.440
Cartera vigente o normal (MM\$)	146.164	109.109	132.206	145.364	115.258	124.097	138.694
Cartera repactada o renegociada (MM\$)	32.517	34.818	21.427	21.587	29.057	20.834	21.958
% Repactaciones	18,2%	24,2%	13,9%	12,9%	21,3%	14,4%	13,7%

Tabla 5: Principales antecedentes de la cartera

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros LA POLAR).

Las cifras de la compañía muestran que el incremento de la cartera no ha venido acompañado de un aumento en la tasa de riesgo<sup>4</sup>, sino que continúa su tendencia a la baja por sexto trimestre consecutivo, lo que sería consistente en la medida que la empresa se enfoque en los mejores clientes del segmento C3-D, que implique un menor riesgo relativo en provisiones, repactaciones y castigos.

Durante el 2016 la compañía modificó su política de provisiones, pasando de un modelo *roll rate* a uno de regresión logística, que corresponde a un modelo basado en una probabilidad por cliente, evento que no tuvo impactos significativos en los estados financieros.

La estructura de la cartera muestra que las repactaciones y los castigos efectivamente han disminuido entre 2014 y marzo 2017, lo que, según información de la compañía, se deriva del proceso de selección de clientes y de la mejora en el mecanismo de cobranza.

Dada la pronta entrada en vigencia de la NIIF 9 (enero de 2018), la política de provisiones de LA POLAR (y de la industria en general) incorporarían nuevas variables de medición. El impacto de este evento está en proceso de evaluación por parte de LA POLAR, por tanto, a la fecha, no existe información suficiente para evaluar el efecto de esta norma en los estados financieros de la compañía. No obstante, el modelo actual le permite cubrir con holgura la mora sobre 90 días y los castigos de seis meses con el stock de provisiones establecido.

Evolución tasa de riesgo (%)

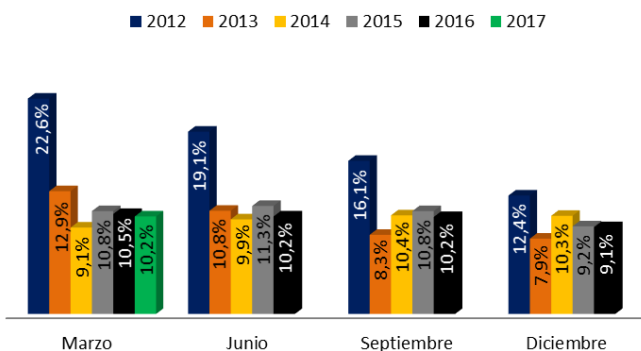


Gráfico 6: Índice de riesgo.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros).

Provisiones / mora +90 días (%)

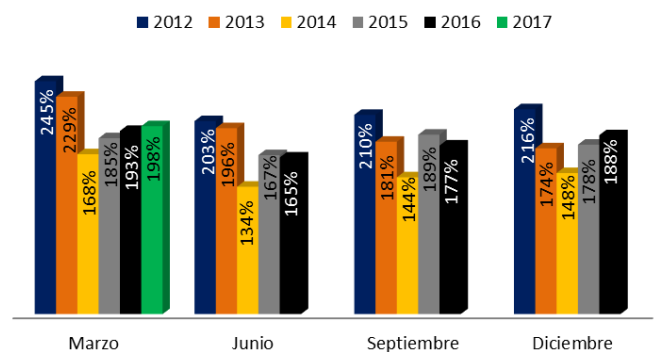


Gráfico 7: Cobertura de la mora sobre 90 días.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros).



Provisiones / castigos 6 meses (%)  
 ■ 2013 ■ 2014 ■ 2015 ■ 2016 ■ 2017

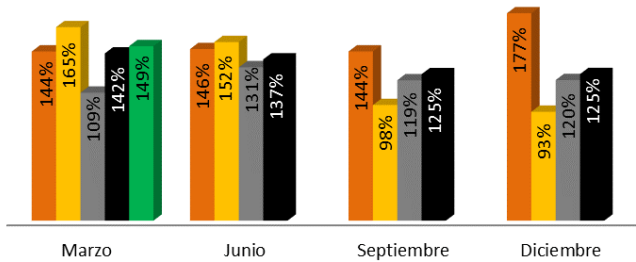


Gráfico 8: Cobertura de castigos netos 6 meses.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros).

Respecto a la morosidad, la proporción de cartera total al día (repactada y no repactada) sigue una tendencia favorable y está por sobre algunos competidores de la industria que apuntan al mismo segmento objetivo. Lo relevante de esta morosidad es que la estructura de la cartera muestra que la mora sobre 90 días sigue una tendencia a la baja, mientras que las repactaciones no evidencian crecimiento.

Cartera total (%)	dic-14	dic-15	dic-16	Mar-16	Mar-17
Al día	79,2%	81,4%	82,1%	76,7%	76,0%
1 a 30	7,6%	7,5%	7,3%	9,8%	10,5%
31 a 60	3,8%	3,3%	3,2%	4,5%	4,9%
61 a 90	2,5%	2,7%	2,5%	3,5%	3,5%
91 a 120	2,8%	2,1%	2,0%	2,1%	2,0%
121 a 150	2,3%	1,6%	1,5%	1,7%	1,6%
151 a 180	1,9%	1,5%	1,3%	1,6%	1,5%
Al día y mora light	86,8%	88,8%	89,4%	86,6%	86,5%
Mora 30-90	6,3%	6,0%	5,8%	8,0%	8,3%
Vencida	6,9%	5,2%	4,8%	5,4%	5,2%

Tabla 6: Evolución morosidad cartera total (repactada y no repactada)

(Fuente: Elaboración propia con información pública de EMPRESAS LA POLAR).

## 2. Situación financiera consolidada

A marzo de 2017, los ingresos de LA POLAR aumentaron 3,1% respecto al año anterior, producto del mayor ingreso generado por los negocios de retail (+1,3%) y financiero (+8,8%). Para el caso del negocio financiero, este período corresponde al sexto trimestre consecutivo con crecimiento en términos de ingresos, mientras que el negocio retail tuvo decrecimientos en casi todos los trimestres del año 2016.

El negocio retail se ha estado reestructurando de modo tal de potenciar la línea blanda a través de un mejor mix de venta, lo que no se ha reflejado en las ventas en tiendas equivalentes, cuyo indicador de SSS muestra decrecimientos de 0,3% a marzo de 2017. Lo anterior significa que el crecimiento en los ingresos del primer trimestre de este año en

el segmento retail se relaciona únicamente con la existencia de un local de ventas adicional (38 locales a marzo de 2017) respecto al mismo trimestre del año anterior. El segmento financiero, por su parte, tiene su foco de negocios definido y su evolución ha sido favorable los últimos trimestres.

Ventas trimestrales (MM\$)

■ 2012 ■ 2013 ■ 2014 ■ 2015 ■ 2016 ■ 2017

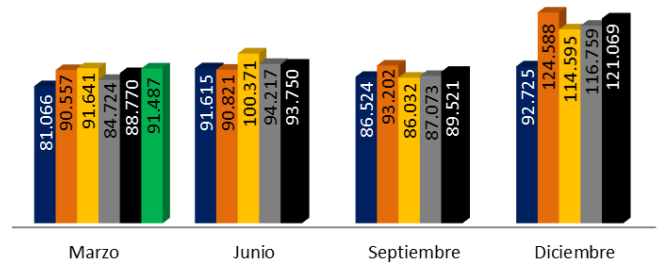


Gráfico 9: Evolución ingresos trimestrales.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros).

Composición ingresos (MM\$)

■ Dic-13 ■ Dic-14 ■ Dic-15 ■ Dic-16 ■ Mar-16 ■ Mar-17

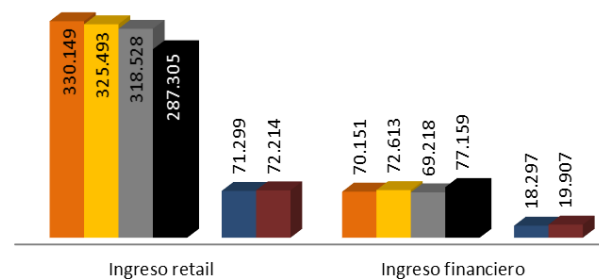


Gráfico 10: Composición de ingresos por segmento de negocio.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros).

SSS La Polar (%)

■ 2012 ■ 2013 ■ 2014 ■ 2015 ■ 2016 ■ 2017

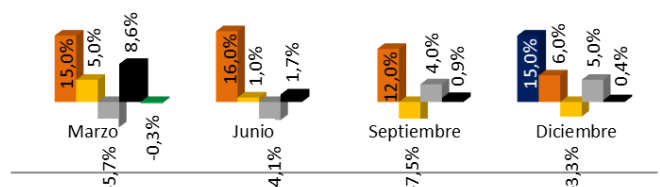


Gráfico 11: Evolución same store sales.

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

Respecto al EBITDA<sup>5</sup>, se observa una variación relevante a marzo de 2017 respecto al mismo trimestre del año anterior al variar de un EBITDA negativo de \$1.945 millones (marzo 2016) hasta un EBITDA positivo de \$3.182 millones (marzo de 2017), lo que significa cerrar el trimestre con un margen de EBITDA<sup>6</sup> de 3,5% (-2,2% a marzo 2016).

El EBITDA corregido por gasto en arriendo (EBITDAR)<sup>7</sup>, por su parte, también sigue una tendencia positiva desde 2014 a la fecha.

producto importado de marca propia y gestión de inventario para evitar liquidaciones sobre un amplio stock de productos.

El EBITDA del negocio financiero, por su parte, a marzo de 2017 se incrementó muy por encima de lo que crecieron los ingresos, lo que es resultado de la mejor gestión de la cartera.

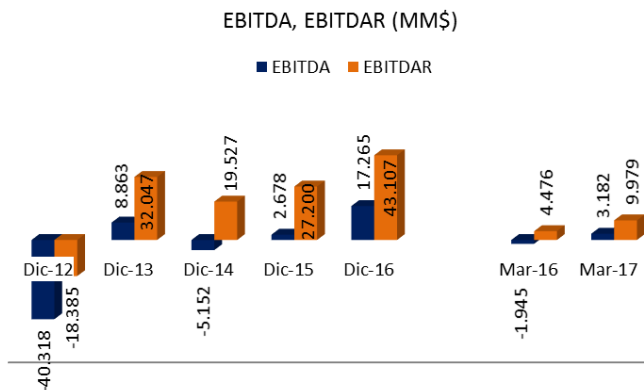


Gráfico 12: Evolución EBITDA y EBITDAR.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros).

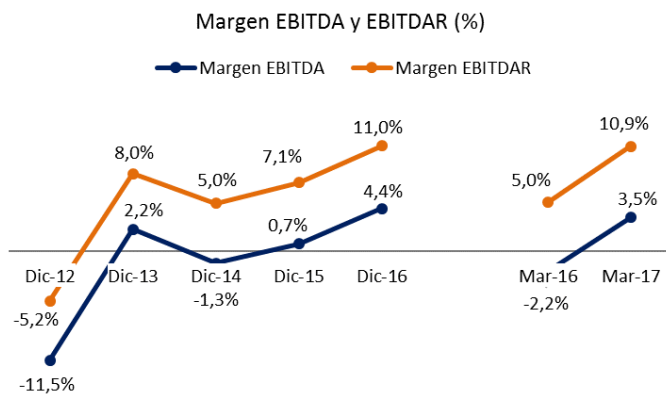


Gráfico 13: Márgenes EBITDA y EBITDAR.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros).

El negocio retail, si bien continúa con cifras negativas en términos de EBITDA a marzo de 2017 (*break even* a diciembre de 2016), mejora significativamente respecto al mismo trimestre del año anterior, lo que en parte es producto de la gestión comercial, mayor participación del

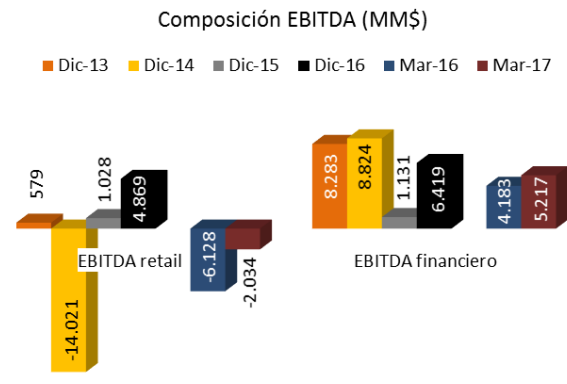


Gráfico 14: Evolución EBITDA por segmento de negocio.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros).

El resultado neto de la compañía, por su parte, cerró con una pérdida de \$599 millones al primer trimestre del año, lo que representa un aumento relevante respecto a la pérdida de \$3.918 millones del mismo período del año anterior, lo que evidencia el mejor desempeño operacional que está teniendo LA POLAR este año.

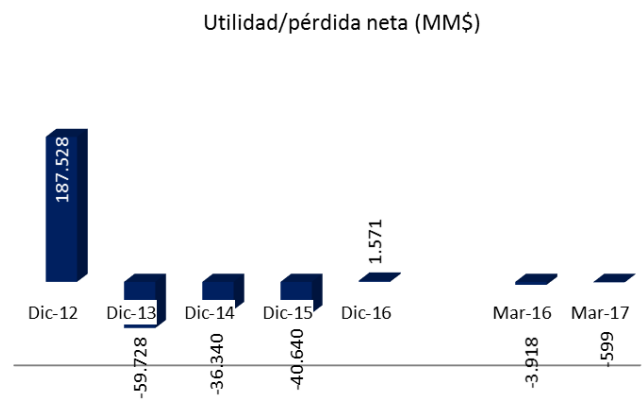


Gráfico 15: Evolución utilidad/pérdida del ejercicio.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros).

### PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Desde diciembre de 2012 hasta marzo de 2017, la compañía disminuyó significativamente su deuda como consecuencia de la emisión de su bono convertible en acciones en 2015, que le permitió bajar sus obligaciones de manera relevante y mejorar su patrimonio.

A marzo de 2017, la deuda total ajustada de la compañía (financiera + valor presente de gasto en arriendo, estimado por ICR) fue de \$230.695 millones, de los cuales \$47.169 millones corresponden a deuda financiera propiamente tal, estructurada principalmente en



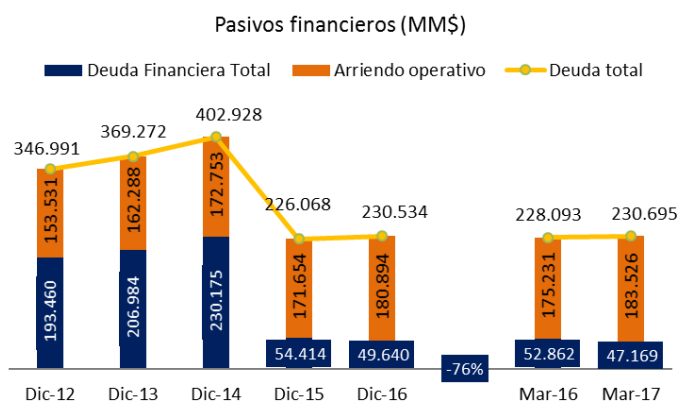
préstamos garantizados (93% del total de deuda financiera, correspondiente a Patrimonio Separado N° 27, préstamos de BP Capital y Ameris Capital).

Los vencimientos que tiene la compañía para los próximos doce meses indican que LA POLAR tendría la capacidad<sup>8</sup> para dar cumplimiento con estas obligaciones en los plazos y condiciones estipuladas.

En opinión de ICR, si bien la compañía ha mostrado una mejora de resultados durante los últimos períodos, la variación no es lo suficientemente significativa como para impactar de manera favorable en su clasificación de riesgo actual. La clasificación podría variar al alza conforme la compañía continúe con la tendencia positiva en términos de resultados, sin que ello implique aumentos en los niveles de riesgo de su cartera.

En junio de este año la compañía informó a través de hecho esencial que, en junta de acreedores del convenio judicial preventivo se decidió el alzamiento definitivo del acuerdo, lo que indica que LA POLAR podría incorporar deuda a su estructura de pasivos, lo que podría impactar negativamente en la clasificación de riesgo, toda vez que ello implique deteriorar los indicadores de la compañía respecto a sus niveles actuales.

Dada la débil fortaleza financiera de LA POLAR, se esperaría que este alzamiento implique sólo la posibilidad de diversificar las fuentes de financiamiento con mejor costo de fondo y que en ningún caso significara incorporación significativa de deuda adicional y consecuentemente con ellos, baja en la clasificación de riesgo actual.



**Gráfico 16:** Deuda financiera y obligación aproximada por ICR por concepto de arriendo operativo<sup>9</sup>.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

## 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 ([www.icrchile.cl](http://www.icrchile.cl)) 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 ([www.icrchile.cl](http://www.icrchile.cl)) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del Riesgo Financiero.

Indicador (N° de veces)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Mar-17
Endeudamiento total <sup>10</sup>	12,34	-19,11	1,96	1,94	1,78
Endeudamiento financiero <sup>11</sup>	6,91	-12,02	0,48	0,44	0,43
Endeudamiento financiero neto <sup>12</sup>	6,01	-10,89	0,20	0,21	0,27
Cobertura de gastos financieros netos <sup>13</sup>	0,33	-0,17	0,20	3,14	3,91
Cobertura de gastos financieros netos corregida <sup>14</sup>	0,59	0,35	0,70	1,32	1,46
Deuda financiera neta sobre EBITDA	20,32	-40,51	8,26	1,39	1,33
Deuda financiera neta ajustada por gasto en arriendo sobre EBITDAR <sup>15</sup>	10,68	19,53	7,12	4,75	4,39
Razón circulante <sup>16</sup>	1,85	1,87	1,94	2,24	2,54
Razón ácida <sup>17</sup>	1,50	1,45	1,49	1,76	1,95

**Tabla 7:** Principales indicadores utilizados en la clasificación.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

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

Para el caso de EMPRESAS LA POLAR, la evaluación del riesgo del negocio, esto es fortaleza de la marca, participación de mercado, diversificación y economías de escala, indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría BB. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, corresponde a una fortaleza financiera “baja”, pero que podría ser un factor inductor de un cambio de clasificación, ya sea al alza o a la baja.

## Instrumentos Clasificados

### 1. Títulos accionarios

Respecto a los títulos accionarios, la compañía mantiene en circulación acciones nemotécnico NUEVAPOLAR, los cuales mantienen una presencia bursátil de 75% promedio durante los últimos 12 meses y *floating* que ha ido disminuyendo los últimos períodos en la medida que Larraín Vial Corredores de Bolsa ha ido incrementando su participación en el retailer.

La ratificación en categoría Segunda Clase obedece a la presencia bursátil y *floating* ya mencionados, y a la clasificación de solvencia de la compañía (categoría B-).

### 2. Efectos de comercio

La compañía mantiene vigente la línea de efectos de comercio N° 063 inscrita el 14 de mayo de 2009 por UF 3.000.000, la que no ha sido colocada.

### 3. Bonos corporativos

La compañía mantiene vigentes los bonos series F, G y H. 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.

	Serie F	Serie G	Serie H
Característica	Monto fijo	Monto fijo	Convertible en acciones
Fecha inscripción	07-Jun-13	07-Jun-13	19-Dic-14
Plazo (años)	100	100	98
Monto inscrito	\$196.820 millones	UF 11 millones	\$163.633 millones
Monto colocado	\$192.590 millones	\$264.079 millones	\$163.633 millones
Deuda vigente	\$64.105 millones	\$231.958 millones	\$34.020 millones
Tasa emisión	-	-	-
Vencimiento	31-Dic-2113	31-Dic-2113	31-Dic-2113

**Tabla 8:** Principales características de las series de bonos vigentes  
(Fuente: Elaboración propia con información de SVS y LVA Índices)

## Definición de Categorías

### SOLVENCIA/BONOS

#### CATEGORÍA B

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy 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.

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

### EFFECTOS DE COMERCIO

#### NIVEL 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.

### TÍTULOS ACCIONARIOS

#### SEGUNDA CLASE

Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Historial de clasificación solvencia / bonos			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
31-jul-13	C	Estable	Reseña anual
31-jul-14	C	Estable	Reseña anual
10-oct-14	C	En Observación	Cambio de tendencia
27-oct-14	C	En Observación	Nuevo instrumento (bono H)
31-jul-15	C	En Observación	Reseña anual
23-jul-15	C	Estable	Cambio de tendencia
28-abr-16	B-	Estable	Cambio de clasificación
29-jul-16	B-	Estable	Reseña anual
31-jul-17	B-	Estable	Reseña anual

Historial de clasificación títulos accionarios			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
31-jul-13	Nivel 5	Estable	Reseña anual
31-jul-14	Nivel 5	Estable	Reseña anual
31-jul-15	Nivel 5	En Observación	Reseña anual
29-jul-16	Nivel 5	Estable	Reseña anual
31-jul-17	Nivel 5	Estable	Reseña anual

Historial de clasificación efectos de comercio			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
31-jul-13	C	Estable	Reseña anual
31-jul-14	C	Estable	Reseña anual
10-oct-14	C	En Observación	Cambio de tendencia
31-jul-15	C	En Observación	Reseña anual
28-jul-15	C	Estable	Cambio de tendencia
28-abr-16	B-	Estable	Cambio de clasificación
29-jul-16	B-	Estable	Reseña anual
31-jul-17	B-	Estable	Reseña anual

## Anexo

SITUACIÓN FINANCIERA RESUMIDA LA POLAR (MM\$)						
INDICADORES	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Mar-16	Mar-17
Activos corrientes	267.109	227.920	227.249	225.266	325.225	207.453
Activos no corrientes	132.518	118.954	106.903	105.361	99.882	100.983
Activos totales	399.627	346.874	334.152	330.627	425.107	308.436
Efectivo y equivalentes	26.024	20.882	30.976	25.038	19.176	17.154
Inventarios	51.026	51.456	53.081	48.897	51.872	48.032
Pasivos corrientes	144.399	121.700	116.921	100.484	117.406	81.551
Pasivos no corrientes	225.261	244.332	104.213	117.780	100.864	116.003
Pasivos totales	369.659	366.031	221.134	218.264	218.269	197.554
Deuda financiera corriente	29.724	44.125	28.031	17.665	27.996	17.465
Deuda financiera no corriente	177.260	186.050	26.383	31.974	24.866	29.704
Deuda financiera total	206.984	230.175	54.414	49.640	52.862	47.169
Deuda financiera neta	180.122	208.701	22.123	24.030	33.089	29.705
Patrimonio	29.967	-19.157	113.019	112.363	106.956	110.883
Ingresos de explotación	399.167	392.639	382.773	393.110	88.770	91.487
Costos de explotación	257.524	260.844	248.215	247.961	58.861	57.347
Margen de explotación	141.643	131.795	134.558	145.148	29.909	34.141
Resultado operacional	2.480	-12.670	-6.738	6.638	-4.524	863
Ingresos financieros	3.912	849	804	1.411	271	173
Gastos financieros	31.016	30.882	14.131	6.908	1.773	1.908
Gastos financieros netos	27.104	30.033	13.327	5.497	1.503	1.735
Utilidad/pérdida del ejercicio	-59.728	-36.340	-40.640	1.571	-3.918	-599
Gastos financieros 12 meses	31.016	30.882	14.131	6.908	10.745	7.042
Gastos financieros netos 12 meses	27.104	30.033	13.327	5.497	9.873	5.729
Razón circulante (N° de veces)	1,85	1,87	1,94	2,24	2,77	2,54
Razón ácida (N° de veces)	1,50	1,45	1,49	1,76	2,33	1,95
Margen bruto (%)	35,5%	33,6%	35,2%	36,9%	33,7%	37,3%
Margen operacional (%)	0,6%	-3,2%	-1,8%	1,7%	-5,1%	0,9%
Endeudamiento financiero (N° de veces)	6,91	-12,02	0,48	0,44	0,49	0,43
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	6,01	-10,89	0,20	0,21	0,31	0,27
Endeudamiento total (N° de veces)	12,34	-19,11	1,96	1,94	2,04	1,78
EBITDA	8.863	-5.152	2.678	17.265	-1.945	3.182
Margen EBITDA (%)	2,2%	-1,3%	0,7%	4,4%	-2,2%	3,5%
EBITDA 12 meses	8.863	-5.152	2.678	17.265	2.640	22.392
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	0,33	-0,17	0,20	3,14	0,27	3,91
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	20,32	-40,51	8,26	1,39	12,53	1,33
EBITDAR	32.047	19.527	27.200	43.107	4.476	9.979
EBITDAR 12 meses	32.047	19.527	27.200	43.107	27.673	48.610
EBITDAR / gastos financieros + arriendos (N° de veces)	0,59	0,35	0,70	1,32	0,77	1,46
Deuda neta ajustada / EBITDAR (N° de veces)	10,68	19,53	7,12	4,75	7,53	4,39
Margen EBITDAR (%)	8,0%	5,0%	7,1%	11,0%	5,0%	10,9%
ROE (%)	-98,7%	-672,3%	-86,6%	1,4%	-30,5%	4,5%
ROA (%)	-23,3%	-9,7%	-11,9%	0,5%	-10,2%	1,3%
ROS (%)	-15,0%	-9,3%	-10,6%	0,4%	-10,0%	1,2%
Deuda total ajustada por gasto en arriendo	369.272	402.928	226.068	230.534	228.093	230.695

<sup>1</sup> Fuente: La compañía (estados financieros a marzo 2017, análisis razonado a marzo de 2017, memoria anual 2016); SVS.

<sup>2</sup> Fuente: (1) Variación anual ventas comercio minorista, región metropolitana, Cámara Nacional de Comercio, Servicio y Turismo de Chile (CNC), mayo de 2017; (2) Variación trimestral producto interno bruto y del comercio. Volumen a precios del año anterior encadenado, desestacionalizado, referencia 2013, Banco Central de Chile.

<sup>3</sup> Tendencias del *retail* en Chile, 2016. Departamento de estudios, Cámara de Comercio de Santiago.

<sup>4</sup> Tasa de riesgo = Provisión acumulada / Cartera bruta.

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

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

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

<sup>8</sup> Ratio de cobertura del servicio de la deuda = (EBITDAR – Capex – impuestos proyectados + caja) / obligaciones financieras próximos 12 meses, incluido el gasto en arriendo operativo y excluido la deuda financiera *revolving*.

<sup>9</sup> Arriendo operativo = Corresponde al valor presente de la obligación, bajo los supuestos de: (i) plazo a 10 años y; (ii) descuento a una tasa de UF + 7%.

<sup>10</sup> Endeudamiento = Pasivos totales / patrimonio total.

<sup>11</sup> Endeudamiento financiero = Deuda financiera / patrimonio total.

<sup>12</sup> Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – Otros activos financieros corrientes) / patrimonio.

<sup>13</sup> Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (gastos financieros – ingresos financieros).

<sup>14</sup> Cobertura de gastos financieros netos corregida = EBITDAR 12 meses / (gastos financieros – ingresos financieros + gasto en arriendo).

<sup>15</sup> Deuda financiera neta corregida por gasto en arriendo sobre EBITDAR = (Deuda financiera neta + gasto en arriendo\*7) / EBITDAR.

<sup>16</sup> Razón circulante = Activo circulante / pasivo circulante.

<sup>17</sup> Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / pasivo circulante.

*La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, 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.*