



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Clasificación de un nuevo  
instrumento**

Analista  
Elisa Villalobos  
Tel. (56) 22433 5200  
elisa.villalobos@humphreys.cl

## **Empresas La Polar S.A.**

Octubre 2014

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
Bono Serie H	C
Tendencia	Estable
Otros instrumentos:	
Acciones	Segunda Clase
Bonos	C
Efectos de comercio	Nivel 4/C
EEFF base	30 de junio de 2014

Características de los bonos convertibles en acciones, en proceso de inscripción	
Serie	H
Monto máximo de colocación	\$ 163.633.000.000
Vencimiento	31 de diciembre de 2113
Moneda de emisión	Pesos
Tasa de interés	No devengan intereses
Reajustabilidad	No contempla
Representante de los tenedores de bonos	Banco de Chile
Uso de fondos	Prepago parcial de los bonos Serie F, Serie G, Deuda Senior y Junior no canjeada (Deuda del Convenio)
Convertibilidad	Acciones del emisor emitidas con cargo al aumento de capital
Precio de conversión	\$81,92976 por cada acción
Covenants financieros	No contempla
Prepago	No contempla
Garantías	No contempla

Estado de resultados IFRS					
En miles de \$	Ago-Dic 2011	2012	2013	Enero-Junio 2013	Enero-Junio 2014
Ingresos de actividades ordinarias	165.993.824	351.929.751	398.111.758	181.377.161	192.636.846
Costo de ventas	-132.402.692	-264.973.719	-258.919.527	-118.374.290	-126.204.565
Ganancia bruta	33.591.132	86.956.032	139.192.231	63.002.871	66.432.281
Costo distribución y gasto administración	-52.849.751	-131.512.001	-139.162.267	-63.131.034	-73.547.244
<b>Resultado operacional</b>	<b>-19.258.619</b>	<b>-44.555.969</b>	<b>29.964</b>	<b>-128.163</b>	<b>-7.114.963</b>
Costos financieros	-9.020.765	-16.077.245	-28.565.171	-13.517.910	-13.766.186
<b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>	<b>-10.199.789</b>	<b>187.528.455</b>	<b>-59.727.597</b>	<b>-8.116.954</b>	<b>-21.397.858</b>

<b>Balance general IFRS</b>				
En miles de \$	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>jun-14</b>
Total activos corrientes	208.760.085	326.557.994	242.342.031	227.530.376
Total activos no corrientes	126.050.432	113.019.239	132.518.156	120.083.943
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	-	20.146.373	
<b>Total activos</b>	<b>334.810.517</b>	<b>439.577.233</b>	<b>395.006.560</b>	<b>347.614.319</b>
Total pasivos corrientes	548.223.404	126.521.011	119.146.862	104.276.756
Total pasivos no corrientes	14.594.689	221.942.340	225.260.764	234.189.257
Pasivos asociados con activos no corrientes mantenidos para la venta	-	-	20.631.443	
Total patrimonio	-228.007.576	91.113.882	29.967.491	9.148.306
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>334.810.517</b>	<b>439.577.233</b>	<b>395.006.560</b>	<b>347.614.319</b>
Deuda financiera	475.609.721	193.460.255	206.983.657	212.226.664

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Empresas La Polar S.A. (La Polar)**, es una compañía 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 crédito a los usuarios de su tarjeta comercial (tarjeta La Polar). Tras el anuncio de cierre de sus operaciones en Colombia, sus ingresos se originan sólo en Chile.

El objeto de este informe es la inscripción para la emisión de los bonos Serie H, correspondiente a papeles convertibles en acciones por un monto fijo máximo de \$163.633 millones, cuyo vencimiento será el 31 de diciembre de 2113. Consecuente con esta emisión, la compañía realizará un aumento de capital por el monto antes señalado, donde el número de acciones a emitir corresponde a 1.997.235.044.

Con el dinero recaudado por la suscripción de emisiones en el periodo de opción preferente y con la convertibilidad del Bono Serie H en acciones, se prepagará parcialmente a valor par los bonos Serie F (línea de bonos con número de inscripción 754), bonos Serie G (línea de bonos con número de inscripción 755) y la deuda Senior y Junior no Canjeada (ambas corresponden a la deuda que no fue canjeada por Bonos Serie F y Serie G, respectivamente). El remanente de esta deuda que no fuera prepagada, será pagada en una única amortización en 2113, en pesos sin intereses ni reajustes.

La razón de conversión por acción será de \$81,92976 por bono Serie H. Estos títulos de deuda podrán ser convertidos en acciones de **La Polar** dentro de un plazo de tres años desde la fecha en que se realice el prepago parcial de la deuda anteriormente enumerada.

No obstante de reconocerse que la nueva emisión de bonos (junto con la conversión en acciones y las condiciones de pago de los títulos de deudas) implica un cambio estructural en el balance de **La Polar**, la clasificación en "Categoría C" de sus bonos serie H se fundamenta en la baja capacidad que ha mostrado el emisor para generar flujos de caja. En efecto, los estados financieros de la compañía muestran que ésta no ha podido generar flujos que permitan presumir una adecuada viabilidad y sostenibilidad en el mediano y largo plazo. Por otra parte, si bien la administración ha desplegado los esfuerzos para revertir su situación deficitaria, aún es prematuro para evaluar objetivamente si el modelo de negocio logrará alcanzar sustentabilidad en el tiempo.

Para sostener la operación en sus niveles actuales y, en mayor medida, si se quiere alcanzar el crecimiento previsto por la actual administración, se hace necesario que la compañía disponga de acceso a fuentes de financiamiento que le permitan cubrir sus necesidades de capital de trabajo en el negocio de *retail* y, especialmente, en el crediticio (en este último segmento esta necesidad es aún más imperante). Sin embargo, la misma situación pasada y actual de la sociedad dificulta allegar nuevos recursos financieros para impulsar un aumento en las ventas y, consecuentemente, en el *stock* de colocaciones.

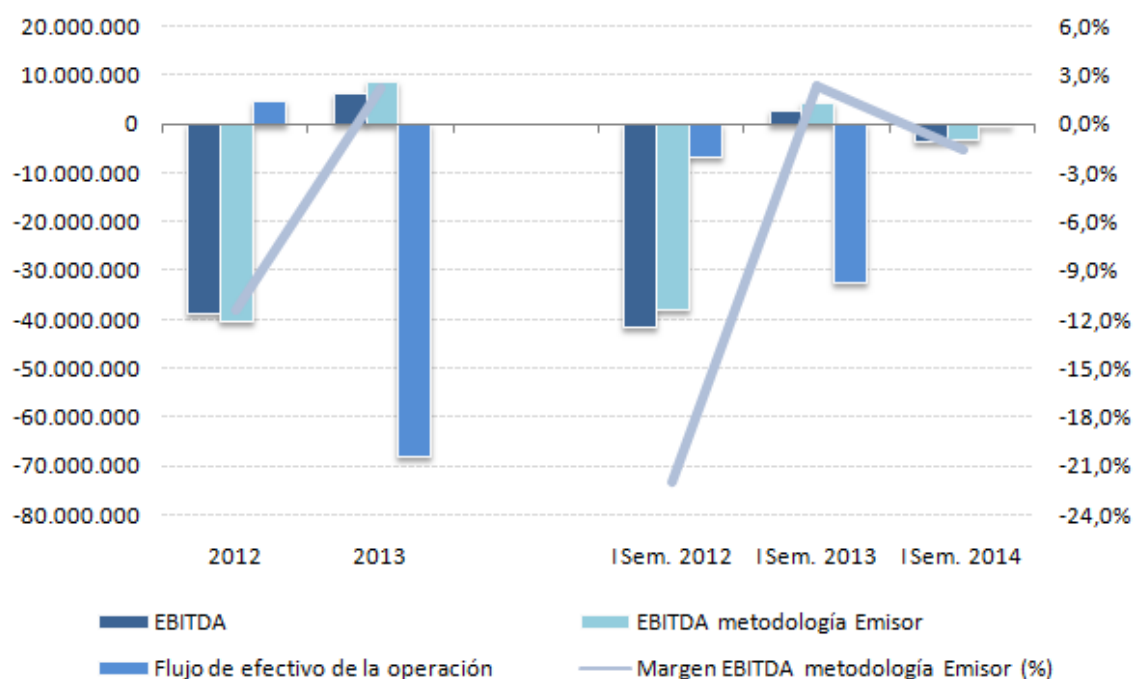
Para reflejar el comportamiento pasado de **La Polar** (para los años finalizados en 2012 y 2013; y los primeros semestres de 2012, 2013 y 2014), la Ilustración 1 muestra la generación de EBITDA<sup>1</sup>, EBITDA según emisor<sup>2</sup>, el flujo de efectivo relacionado con operación, y margen EBITDA.

---

<sup>1</sup> EBITDA: Definido como resultado de operación más depreciación y amortización.

<sup>2</sup> Según la metodología de la empresa el EBITDA es definido como: Ganancia antes de impuestos, menos otras ganancias (pérdidas), menos ingresos financieros, menos diferencias de cambio, menos resultados por unidades de reajuste, más gastos por intereses, más depreciación y amortización.

Ilustración 1  
**Evolución del EBITDA, Flujo de efectivo y Margen EBITDA**  
 (Miles de pesos y porcentaje)



Si bien **La Polar** registra un nivel de ventas compatible con su *stock* de inventarios y una adecuada recaudación de sus créditos en relación a sus colocaciones netas (tasa de pago igual a 17,1% a junio de 2014), la generación de EBITDA ha mostrado ser poco estable en el tiempo. A modo de ejemplo, durante el año móvil a junio de 2014, todos los trimestres resultaron con EBITDA negativo, salvo el correspondiente a diciembre de 2013.

En adición a lo anterior, la generación de flujos positivos de la compañía viene del negocio financiero. En ello radica la importancia del acceso a las alternativas de financiamiento mencionada en párrafos anteriores.

Por otra parte, pese a que la deuda financiera de **La Polar** tras la emisión de los bonos convertibles se reducirá desde los US\$ 384 millones<sup>3</sup> que presentaba a junio de 2014, a alrededor de US\$ 67 millones (esta última cifra contempla los préstamos bancarios corrientes, el Patrimonio Separado N° 27 y arriendos financieros). No obstante, para ser viable y competitiva en el tiempo, la compañía requiere incrementar significativamente su escala de negocios por cuanto, toda vez que, con los márgenes con que opera a la fecha, la ganancia bruta es

<sup>3</sup> Tipo de cambio utilizado \$552,72/US\$.

insuficiente para cubrir los costos de distribución y gastos de administración (en el año móvil finalizado en junio de 2014, la suma de los costos de distribución y gastos de administración totalizaron los \$149.578 millones, mientras que la ganancia bruta en el mismo lapso fue de \$142.621 millones). Alternativamente, si la compañía es incapaz de ampliar sus operaciones, se requeriría un importante incremento en los niveles de eficiencia.

Lo anterior refleja que el desafío de la compañía no es menor, por cuanto requiere un aumento relevante en sus ventas por metro cuadrado con el fin de acercarse a los estándares de los líderes de la industria, sumado a una mejora en la gestión de costos y gastos, de modo que sus márgenes se acerquen a los del sector donde está inmersa. En definitiva, más allá de la adecuada gestión llevada a cabo por la administración actual, **La Polar** presenta claras características, y por ende riesgos, pertenecientes a un proyecto aún no consolidado. También la clasificación no es ajena que el proceso de recuperación de la compañía se da en un entorno de bajo crecimiento para la economía, situación que repercute negativamente tanto en el dinamismo de las ventas como en la tasa de recuperación de créditos. A lo cual se le debe sumar la competencia con operadores fuertemente posicionados en el sector y con elevado soporte financieros.

En resumen, dentro del proceso de clasificación se ha considerado la disminución de la deuda de la compañía tras la emisión de los bonos convertibles en acciones y el consecuente aumento de capital, y con ello la mejor posición entre los pasivos totales de la compañía y su patrimonio (a junio de 2014 esta relación era de 37 veces, mientras que tras la emisión quedaría en 0,89 veces); no obstante, se ha mantenido la categoría de riesgo asignada, por cuanto no presenta estabilidad ni consolidación en la generación de flujos, y, por ello, tampoco se vislumbra el acceso al financiamiento que permita apoyar el proceso de crecimiento proyectado por la administración.

La perspectiva de la clasificación se califica en "Estable", por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

En la medida que el desempeño de **La Polar** se encamine de acuerdo a lo planeado por la actual administración, esta clasificación sería revisada. Para un aumento de la misma se hace necesario que la empresa consolide su modelo de negocios, alcanzando los márgenes EBITDA proyectados por la compañía y que le permitan a la compañía alcanzar los niveles de la industria donde está inmersa.

Al 31 de diciembre de 2013, los ingresos de **La Polar** ascendieron a \$398.112 millones, lo que significa un aumento de 13,12% respecto del periodo anterior, generando una ganancia bruta de

\$139.192 millones, lo que implicó un margen sobre ingresos de 35,0% por las mayores colocaciones realizadas (superior al de 2012, que fue de 25%). En el mismo período, sus gastos de distribución y administración alcanzaron los \$139.162 millones, arrojando finalmente una pérdida de \$59.728 millones, impactada por el cierre de las operaciones en Colombia. Aislado este efecto, las pérdidas fueron de \$15.399 millones.

**La Polar** es una sociedad anónima abierta cuyo objeto es la venta por departamentos. En la actualidad la empresa dispone en Chile de 38 tiendas distribuidas entre Iquique y Punta Arenas, 15 de ellas ubicadas en la Región Metropolitana, con 161.300 metros cuadrados de superficie para la venta.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Localización geográfica de los locales.
- Marca reconocida.

#### Fortalezas complementarias

- Nueva administración.

#### Fortaleza de apoyo

- Adecuado manejo de proveedores.

#### Riesgos considerados

- Flujos de la operación negativos.
- 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.
- Riesgos propios del sector financiero.
- Segmento objetivo vulnerable.

## Hechos recientes

### Estados financieros a diciembre de 2013

En 2013 la empresa obtuvo ingresos por \$398.112 millones, lo que significó un incremento en 13,12% respecto de 2012. El negocio de *retail* –que representa un 83% del total de las ventas de la compañía– totalizó ingresos por \$330.149 millones, un 10,97% superiores a las del período anterior en este segmento. Así, este nivel de ingresos en el *retail* significó ventas mensuales por 7,5 UF/m<sup>2</sup>. Con esto, el margen bruto de este segmento fue de 27%.

Los ingresos del segmento financiero totalizaron \$67.963 millones, lo que representó un aumento de 24,91% respecto de 2012 por un mayor aumento en las colocaciones que realizó la empresa. El margen bruto en este segmento, como porcentaje de los ingresos, fue de 73,7%.

De esta forma, la empresa finalizó con un EBITDA positivo igual a \$6.412 millones (según la metodología seguida por la emisora, este valor asciende a \$8.869 millones), a diferencia de los dos períodos anteriores. Fundamentalmente, la generación de este indicador provino de la mayor actividad en el segmento financiero, el que generó el 93% del EBITDA de 2013. En términos consolidados el margen EBITDA de 2013 fue de 1,6% (según la metodología de la empresa este indicador es de 2,2%), frente al -10,9% de 2012 (bajo la metodología de la empresa es de -11,5%). Según datos de la empresa, en el segmento *retail* el margen EBITDA fue de 0,2%, mientras que en el segmento financiero fue de 12,2%.

La compañía finalizó 2013 con pérdidas por \$59.728 millones, monto del cual \$44.329 millones corresponden a la pérdida efectuada por el término de las operaciones en Colombia; esta cifra contempla el castigo en un 100% de las inversiones en el país y las pérdidas del ejercicio de 2013. Excluyendo este efecto, las pérdidas de la compañía totalizaron \$15.399 millones.

La deuda financiera de la empresa alcanzó los \$206.984 millones, un 6,99% superior a la de 2012.

### Estados financieros a junio de 2014

Al primer semestre de 2014, la compañía generó ingresos por \$192.637 millones, lo que representó un alza de 6,2% respecto del mismo periodo de 2013. Principalmente, esta alza es atribuible al segmento financiero, cuyos ingresos crecieron un 26,9% respecto a junio de 2013, alcanzando los \$39.105 millones.



El negocio *retail* –que representó el 79,9% del total de los ingresos de la compañía– totalizó ingresos por \$155.754 millones, lo que significó un incremento de 3,4% respecto del primer semestre de 2013.

Los costos de venta crecieron un 6,6% a \$126.205 millones. De esta forma, y sumado a lo anterior, el margen bruto de la compañía creció un 5,4% a \$66.432 millones. Por otra parte, los gastos de administración y distribución crecieron un 16,5%, finalizando en \$70.196 millones, de forma que el resultado operacional de la compañía arrojó pérdidas por \$7.115 millones. Cabe señalar que este resultado muestra un retroceso en el desempeño en comparación al primer semestre de 2013, cuando en esta línea la empresa obtuvo pérdidas por \$128 millones.

El EBITDA de la compañía totalizó los -\$3.351 millones (bajo la metodología de la empresa es de -\$3.082 millones), un desempeño diametralmente distinto a los \$3.059 millones (según los datos de la emisora este valor es igual a \$4.364 millones) generados en el primer semestre de 2013. El valor al primer semestre de 2014 se ve impactado por el alza experimentada por los incrementos en el gasto de administración y distribución.

La empresa finalizó el periodo con pérdidas por \$21.398 millones, las que son mayores a las generadas en el primer semestre de 2013, de -\$8.117 millones.

La deuda financiera finalizó en \$212.227 millones, un 2,5% superior al cierre de 2013.

## Eventos recientes

El 27 de febrero de 2014, el directorio de la empresa tomó la decisión de salir del mercado colombiano, de modo de finalizar antes de junio de este año las operaciones en dicho país. La inversión en Colombia fue considerada durante el último trimestre de 2013 como un activo disponible para la venta, así que se resolvió castigar al 100% el valor de la inversión en el país, lo que implicó un cargo por \$44.329 millones contra los resultados de 2013.

A inicios de abril de 2014, la compañía acordó que era conveniente iniciar un proceso de renegociación, tanto en los términos como en las condiciones de la deuda de la empresa, conforme fue establecida en el Convenio Judicial Preventivo suscrito en 2011.

A través de un hecho esencial enviado a la SVS el 2 de junio de 2014, se informó que el directorio de la compañía tomó la decisión de designar un nuevo gerente general.

Por su parte, y dentro de los planes de reducción de gastos de la empresas, se cerraron dos tiendas: La primera de ellas en Panamericana, el 31 de agosto, y la segunda en San Fernando, el 7 de septiembre.

A fines de agosto de 2014, tras las juntas de tenedores de los bonos Series F y G, se acordó reestructurar la deuda de la compañía y emitir el bono Serie H a 99 años, convertible en acciones, y el consecuente aumento de capital por \$163.633 millones. Con ello, se prepagarán la Serie F, G, la deuda Senior y Junior no Canjeada y se modificarán sus contratos.

## 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 Estable**

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

*"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."*