



Clasificación nueva

Analista

Carlos García B.

Tel. (56-2) 433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

Empresas La Polar S.A.

Mayo 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones	Segunda Clase
Bonos	D
Efectos de comercio	D
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2011

Emisiones de deuda vigentes	
Instrumento	Inscripción en SVS
Línea de bonos	N° 512 de 10.10.07
Serie A	Primera emisión
Serie B	Primera emisión
Línea de bonos	N° 647 de 16.12.10
Serie C	Primera emisión
Serie D	Primera emisión
Línea de bonos	N° 648 de 16.12.10
Serie E	Primera emisión
Línea de efectos de comercio	N° 63 de 14.05.09

Estado de resultados IFRS	2009 (*)	2010 (*)	Ago-Dic 2011
En miles de \$			
Ingresos de actividades ordinarias	472.541.039	540.190.093	165.993.824
Costo de ventas	-318.406.448	-378.869.160	-132.402.692
Costo distribución y gasto administración	-102.148.448	-118.059.274	-52.849.751
Resultado operacional	51.986.143	43.261.659	-19.258.619
Costos financieros	-4.507.180	-4.564.068	-9.020.765
Utilidad (pérdida) del ejercicio	47.911.639	29.767.140	-10.199.789
EBITDA ¹	61.743.957	51.354.529	-15.610.396

¹ Resultado de operación más depreciación y amortización.

Balance general IFRS

En miles de \$	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Total activos corrientes	561.923.873	563.027.818	208.760.085
Total activos no corrientes	242.645.802	356.775.078	126.050.432
Total activos	804.569.675	919.802.896	334.810.517
Total pasivos corrientes	217.254.219	250.037.867	548.223.404
Total pasivos no corrientes	255.208.188	316.018.683	14.594.689
Total patrimonio	332.107.268	353.746.346	-228.007.576
Total pasivos y patrimonio	804.569.675	919.802.896	334.810.517
Deuda financiera	390.352.053	494.195.535	475.609.721

Estado de resultados PCGA²

En miles de \$	2007 (*)	2008 (*)	2009 (*)
Ingresos de explotación	379.385.949	445.533.573	440.876.103
Costo de explotación	-230.021.301	-259.992.652	-282.214.030
Gasto de administración y venta	-92.867.080	-105.374.178	-97.780.516
Resultado operacional	56.497.568	80.166.743	60.881.557
Resultado no operacional	-15.725.130	-34.912.758	-7.381.575
Utilidad (pérdida) del ejercicio	33.573.023	37.368.063	45.776.828
EBITDA ³	64.630.729	90.764.705	71.267.557

Balance general PCGA

En miles de \$	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Total activos circulantes	326.773.964	406.866.480	556.920.578
Total activos fijos	63.365.119	72.267.035	64.709.353
Total otros activos	103.235.501	148.828.312	125.705.307
Total activos	493.374.584	627.961.827	747.335.238
Total pasivos circulantes	85.731.385	147.103.558	202.720.194
Total pasivos a largo plazo	223.598.970	253.286.200	220.999.820
Total patrimonio (más interés minoritario)	184.044.229	227.572.069	323.615.224
Total pasivos	493.374.584	627.961.827	747.335.238
Deuda financiera	250.397.079	329.009.449	356.050.742

(*) Estados financieros sujetos a revisión.

² Estados financieros no representativos, pero sirven para dimensionar la situación que afectó al emisor.

³ Resultado de operación más depreciación y amortización.

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 crédito a los usuarios de su tarjeta comercial (tarjeta La Polar). Sus ingresos se originan principalmente en Chile; no obstante, en el período agosto-diciembre de 2011 cerca del 7% del total de los ingresos provinieron de sus inversiones en Colombia.

Si bien la empresa presenta una larga presencia en el mercado nacional, durante el año 2011 quedó públicamente de manifiesto que los estados financieros de la sociedad no reflejaban razonablemente su situación financiera, básicamente por una significativa sobre valorización de su principal activo, las cuentas por cobrar. Bajo este contexto, se llegó a que la cuenta "total deudores comerciales y otras cuentas por cobrar", que a diciembre de 2010 se contabilizó en \$ 646.860 millones (netos de provisiones), a fines de 2011 se registrara en el balance con la suma de \$ 131.720 millones (disminución de \$ 515.140 millones). La cuantiosa diferencia en la valorización de los activos se explica fundamentalmente porque la empresa re-pactaba en forma automática y unilateralmente los créditos otorgados, incrementando artificialmente el monto de los mismos.

Las circunstancias antes descritas, y explicadas en mayor detalle al interior de este informe, llevaron a una profunda y exhaustiva restructuración de la empresa, que incluyó cambios de ejecutivos, modificación a las políticas internas de originación, de cobranza y de repactación, reorientación del foco del negocio y mejoras en las instancias de control interno. Por otra parte, los mismos sucesos han implicado que el emisor se haya visto involucrado en numerosas contingencias legales, cuyo impacto económico y de imagen es prematuro de evaluar a la fecha, más allá del acuerdo alcanzado con el Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC), que aun está sujeto a la aceptación de terceras partes. Dado el severo escenario que afectó a la compañía, se tuvo que acoger al convenio judicial preventivo aprobado por los acreedores en noviembre de 2011 y que permitió evitar la exigibilidad de los créditos por incumplimientos de los *covenants* establecidos en los préstamos bancarios y en las emisiones de bonos; no obstante, todo queda sujeto a un aumento de capital que deberá llevar a cabo el emisor a más tardar en octubre de 2012.

Humphreys clasificó los títulos de deuda del emisor en "Categoría D"; no obstante de reconocer que la nueva administración ha podido reorganizar la empresa bajo estándares conformes con los observados en la industria, mostrando un nivel de ventas compatible con su stock de inventarios y una adecuada recaudación de sus créditos en relación con sus colocaciones netas (tasa de pago del orden entre 15% y 18%). En la práctica, el volumen actual y real de su negocio –determinado por las existencias y por las cuentas por cobrar- es insuficiente para dar cumplimiento a sus obligaciones financieras, situación que llevó a la compañía a suscribir un convenio judicial con sus acreedores, entre ellos los tenedores de los bonos, que significó una modificación en los términos originalmente pactados en los respectivos contratos de créditos, prorrogando el vencimiento de los pasivos, que de no haberse producido hubiese implicado por parte de **La Polar** un incumplimiento efectivo en el pago oportuno de su deuda. En consecuencia, dados los criterios de clasificación de **Humphreys**, el carácter forzoso del acuerdo y la consiguiente pérdida de valor para los bonistas, configuran un evento de *default*.

Es importante señalar que el aplazamiento de los vencimientos de los pasivos financieros está supeditado a que la empresa lleve a cabo un aumento de capital dentro de los próximos meses; la no ocurrencia de este hecho conllevaría a la exigibilidad de los créditos. En estos momentos no es posible pronunciarse respecto a la factibilidad real que **La Polar** pueda aumentar su capital en \$ 120.000 millones, según lo prevé el plan de negocios de la sociedad.

Para un aumento futuro en la clasificación de riesgo de los títulos de deuda, se requeriría que la sociedad -previo el indispensable aumento de capital- fuere capaz, con riesgos acotados, de incrementar substancialmente el volumen de su negocio, de manera de fortalecer tanto su generación de caja como su posición patrimonial (el aumento de capital programado es inferior al déficit patrimonial de la compañía que a diciembre de 2011 ascendía a menos \$ 228.007 millones).

Definición categorías de riesgo

Categoría D

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.

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.

Antecedentes generales

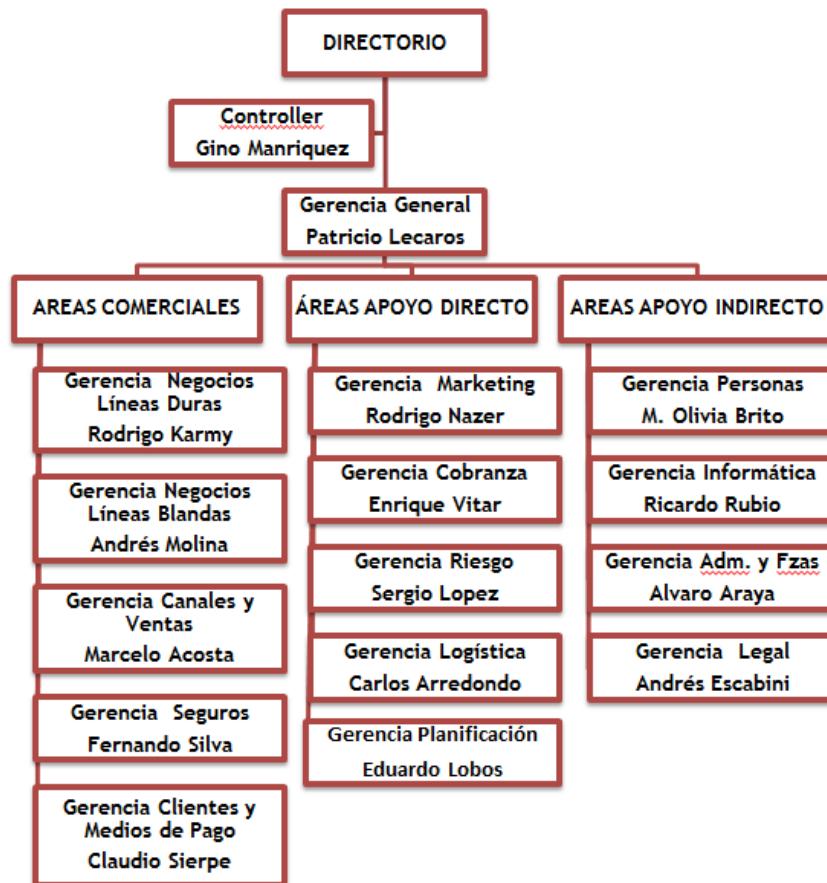
Descripción del negocio

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 el año 2011 cuando la sociedad fue acusada de realizar repactaciones automáticas y unilaterales a los créditos otorgados a sus clientes que se encontraban en estado de mora, contabilizando dichas acreencias en forma análoga a cuentas por cobrar con sus pagos al día.

El sinceramiento de la valorización real de la cuentas por cobrar reveló la incapacidad de la empresa para responder a sus obligaciones financieras (que en su mayoría correspondían a préstamos para financiar dichas cuentas por cobrar). Los hechos llevaron a cambios drásticos en la administración de **La Polar**, que incluyó al directorio y a sus principales ejecutivos; además, obligó a acogerse a un convenio judicial preventivo con sus acreedores.

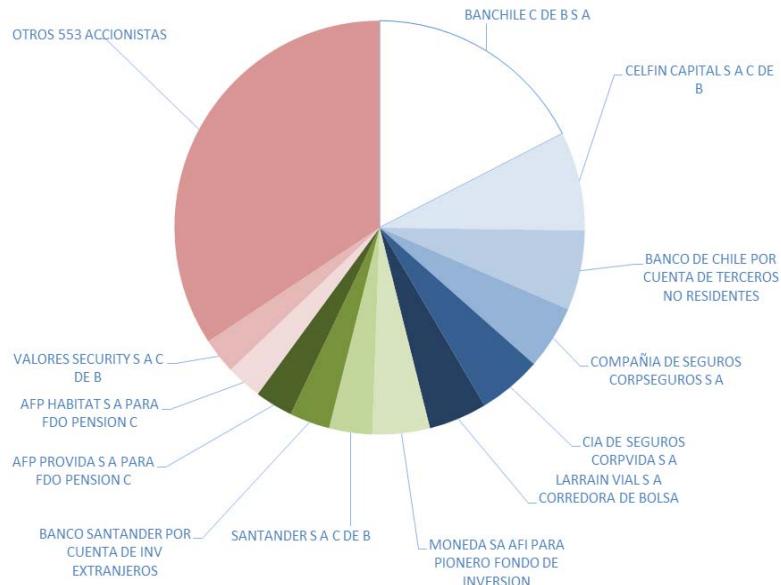
La nueva administración, cuyo objetivo primordial es dar viabilidad de largo plazo a la empresa, ha definido como foco estratégico volver a su negocio central, el *retail*, y utilizar los productos financieros como un mecanismo de apoyo a la venta de productos de las tiendas.

La nueva estructura organizacional se presenta en el siguiente organigrama de la compañía a marzo de 2012:



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

Principales Accionistas La Polar diciembre 2011



En la actualidad la empresa dispone en Chile de 42 tiendas, distribuidas entre Iquique y Punta Arenas, 19 de ellas ubicadas en la Región Metropolitana, con 161.000 metros cuadrados de superficie para la venta. En Colombia cuenta con cuatro tiendas y una superficie de ventas de 20.700 metros cuadrados. Durante los últimos cinco meses de 2011, ya bajo la nueva administración, el negocio de venta al detalle representó el 80% de los ingresos del emisor y el 71% de su margen operacional. El mercado objetivo de la empresa es fundamentalmente los segmentos C3 y D de la población; no obstante, tener también 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. Actualmente, tiene alrededor de 1.147.000 tarjetas emitidas, el 42% de las cuales mantiene saldo vigente. En los últimos cinco meses de 2011 el negocio financiero representó el 20% y el 29% de los ingresos y del margen operacional, respectivamente.

Crisis de La Polar

En el mes de junio de 2011, a través de un hecho esencial informado por la empresa, se tomó público conocimiento de la necesidad de incrementar en forma muy significativa las provisiones de la compañía. De acuerdo con el mismo comunicado, dicha situación derivaba de prácticas en la gestión de la cartera de créditos que se habían efectuado de una forma no autorizada por el directorio y en disconformidad con los criterios y parámetros establecidos por la compañía.

Los antecedentes que se fueron revelando permitieron precisar que las malas prácticas aludidas correspondían a la repactación de créditos impagos, en forma automática y unilateral, sin consentimiento de los clientes, los cuales, una vez repactados, eran contabilizados como préstamo al día en su estado de pago. En definitiva, este procedimiento permitió abultar la cartera de colocaciones en casi US\$1.000 millones.

El reconocimiento de la imposibilidad de recuperación de un porcentaje relevante de esta cartera significó realizar provisiones que afectaron el saldo de cuentas por cobrar, lo cual disminuyó la cartera de la compañía en más de US\$1.000 millones.

Paralelamente, debido a que la repactación unilateral contravendría la Ley de Protección al Consumidor, la compañía enfrenta acciones de clase interpuestas por el Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC) y por la I. Municipalidad de Maipú. No obstante, al cierre de este informe, existiría un avenimiento con SERNAC, que significaría un efecto en los estados financieros de aproximadamente \$ 13.500 millones.

Producto de todo lo anterior, hubo un cambio de administración que ha debido renegociar los pasivos y actualmente se encuentra gestionando un incremento de capital de \$ 120 mil millones.

Convenio judicial y otros acuerdos

El nuevo directorio presentó un Convenio Judicial Preventivo a la Junta de Acreedores, el que fue aceptado el 7 de noviembre de 2011. Este acuerdo tiene como objeto disponer de la flexibilidad requerida para estabilizar la empresa en los próximos años.

El acuerdo establece que la deuda financiera, ascendiente a \$ 421 mil millones, se dividirá en deuda *senior* (44% del total, o \$ 185 mil millones) y deuda *junior* (56% de la deuda, o \$ 236 mil millones).

La deuda *senior* se pagaría en 16 cuotas semestrales crecientes, comenzando en 2015 (cuando se pagará semestralmente el 0,5% del capital adeudado) y finalizando el año 2022 (en que se pagará semestralmente el 25% del capital adeudado). La deuda *junior* se pagaría sin intereses, en una sola cuota en 2032.

Este convenio judicial está sujeto a la condición suspensiva de que la Junta de Accionistas de **La Polar** acepte un incremento de capital por un monto aproximado de US\$ 250 millones, el cual debe realizarse antes del 31 de julio de 2012, con posibilidad de extender el plazo una vez por un período de 90 días.

A la fecha de cierre del presente informe, el directorio de la compañía ha citado a Junta Extraordinaria de Accionistas para el día 11 de junio, a objeto de implementar el referido aumento de capital.

Desarrollo actual de La Polar

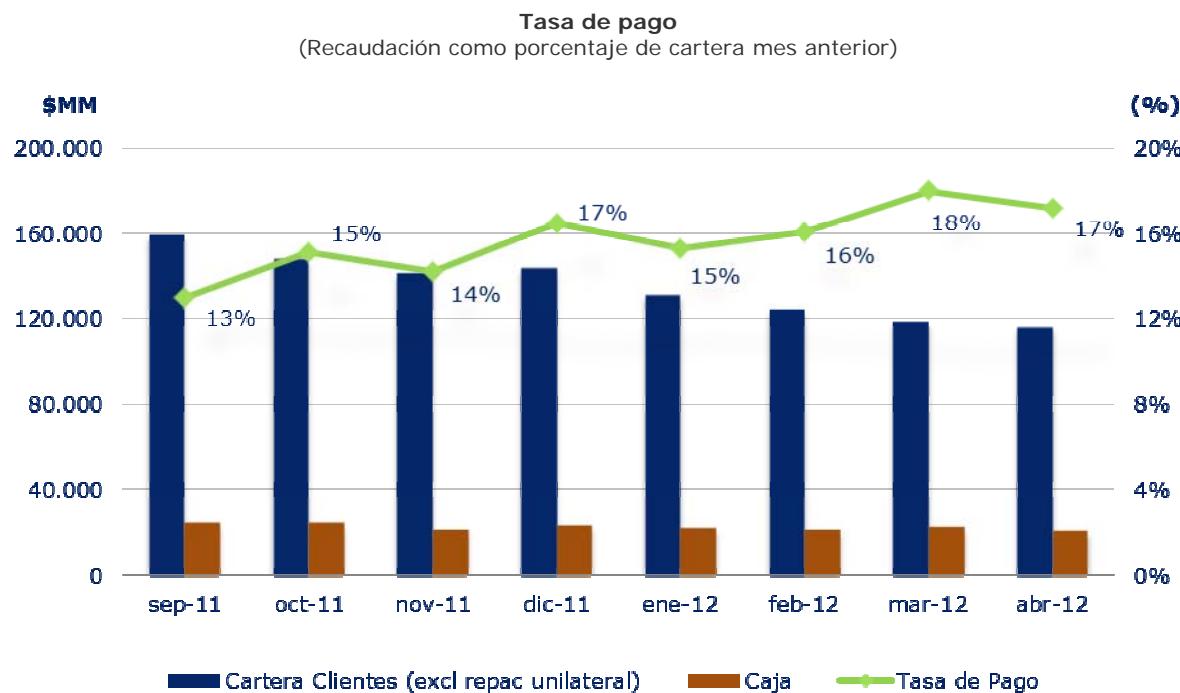
Administración del capital de trabajo

Durante los últimos meses la operación de la compañía se ha financiado principalmente por las ventas realizadas durante la temporada navideña 2011, la que permitió contar en caja a principios de año con aproximadamente US\$ 70 millones, de los cuales actualmente se dispone de US\$ 40 millones.

Comportamiento cartera crediticia

A abril de 2012 la cartera de deudores de la compañía se desglosaba en un 57% en clientes normales sin repactación, 38% con algún tipo de repactación no unilateral y 5% cartera con repactación unilateral.

Excluyendo la cartera repactada unilateralmente, un 68% se encuentra al día. Por su parte, la tasa de pago sobre esta cartera, que a agosto 2011 alcanzaba a 13%, se ha incrementado, estabilizándose en niveles cercanos a 17% en el primer trimestre de 2012. Por su parte, la tasa de provisiones se ha reducido desde 22% a fines de 2011 a 18% en abril de 2012.



Morosidad cartera total
 (Excluye cartera repactada unilateralmente)

Morosidad cartera total					
Tramo	Dic-11	Ene-12	Feb-12	Mar-12	Abr-12
Al día	69,5%	67,0%	64,6%	67,4%	68,3%
Mora blanda (1 a 60)	14,5%	20,0%	23,9%	20,6%	19,4%
Moroso (61 a 90)	3,1%	3,2%	3,0%	4,1%	3,9%
Vencido (91 a 180)	12,9%	9,8%	8,5%	7,9%	8,4%

Originación, cobranza y control interno

Originación

A partir de julio de 2011 la compañía informó que, mientras estuviera pendiente el proceso de análisis del plan de capitalización mínimo exigido para la filial Inversiones SCG S.A., en su calidad de emisor de tarjetas de crédito La Polar, dicha filial suspendería en forma unilateral la suscripción de contratos de crédito con nuevos tarjeta-habientes.

Con fecha 5 de diciembre de 2011 se informó a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) la reanudación del proceso de emisión de nuevas tarjetas, cuyas características son las siguientes:

- a) Sólo pueden ser usadas para la adquisición de bienes y servicios provistos por **Empresas La Polar**; por lo tanto, no está permitida la adquisición de bienes y servicios en comercios asociados ni la obtención de avances en efectivo.
- b) Cupos limitados y otorgados segmentadamente de acuerdo al perfil de cada cliente, con un máximo de 1,5 veces la renta mensual debidamente acreditada, cupo que podrá ser aumentado en conformidad con el cliente y no antes de seis meses, considerando el comportamiento de pago, según la política de riesgo.
- c) En caso de concederse créditos para el pago de las compras, sólo podrán cursarse con pago en cuotas mensuales, iguales y sucesivas, sin períodos de gracia y por un plazo máximo de hasta 24 meses.
- d) En los contratos de las nuevas tarjetas a emitir, se deja constancia que se trata de la nueva tarjeta La Polar.

De este modo, al 31 de diciembre de 2011, existían 1.404.693 tarjetas emitidas, de las cuales 828.073 contaban con saldo utilizado por el cliente.

Cobranza

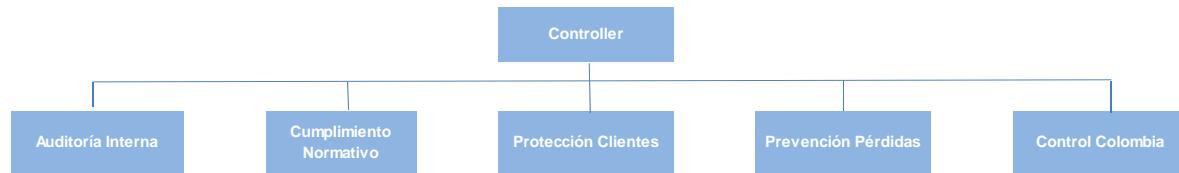
Respecto de la cobranza, se ha implementado un nuevo diseño de procesos, que contempla información en línea y una externalización de los procesos de cobro. Este proceso es monitoreado permanentemente mediante un equipo de auditores de empresas externas, que revisa que se respeten los protocolos y se cumpla con las costumbres comerciales comúnmente aceptadas y con la legalidad vigente.

También se implementaron nuevos programas informáticos que, además de utilizar georreferenciación, permiten monitorear cada 30 minutos el estado de las diversas empresas de cobranza.

En su corta vigencia, el proceso ha resultado exitoso, toda vez que, como se señaló anteriormente, la tasa de pago ha experimentado un incremento, a pesar de la política establecida por la nueva administración de no enviar clientes morosos al registro DICOM.

Contraloría interna

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



La Unidad de Auditoría Interna realiza las labores de Auditoría de Sistemas, Auditoría de Tiendas y Auditoría Financiera y de Procesos. Destaca la armonización y unificación de sistemas de gestión y auditoría, los cuales, en la actualidad, se encuentran en sistemas satélites (parcializados).

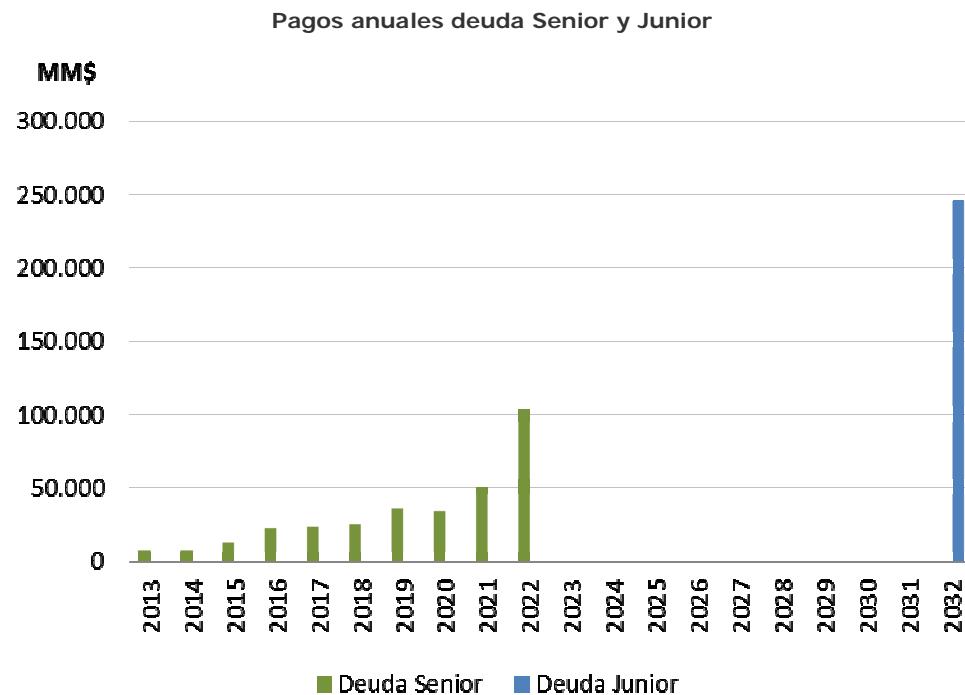
La Unidad de Cumplimiento Normativo controla el respeto a las normas internas, las regulaciones de prevención de lavado de activos, la ley de valores y el cumplimiento de la normativa aplicada por la SVS y la SBIF.

La Unidad de Protección al Cliente le 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.

Cabe señalar que, dadas las urgencias registradas en la compañía y la falta de información disponible al momento de asumir la nueva administración, los esfuerzos de la Unidad de Auditoría Interna estuvieron centrados en una auditoría de tipo forense. Con todo, se espera disponer de un plan de auditoría completo en el segundo semestre de 2012, por cuanto a la fecha sólo se dispone del plan de auditoría de tiendas para el presente año.

Análisis financiero



"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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."

Anexo

A continuación se presentan los principales indicadores de gestión y financieros de la compañía para los últimos tres años:

	dic-09 (**)	dic-10 (**)	dic-11
1.- LIQUIDEZ			
Liquidez (veces)	1,53	1,46	1,29
Razón Circulante (Veces)	2,59	2,25	0,38
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,59	2,25	0,38
Razón Ácida (veces)	2,42	2,08	0,30
Rotación de Inventarios (veces)	8,52	8,41	2,73
Promedio Días de Inventarios (días)	42,86	43,38	133,62
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	1,08	1,28	1,58
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	337,90	285,93	231,57
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	7,95	11,71	1,91
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	45,92	31,18	190,94
Diferencia de Días (días)	-291,98	-254,76	-40,62
Ciclo Económico (días)	-334,84	-298,14	-174,25
2.- ENDEUDAMIENTO			
Endeudamiento (veces)	0,59	0,62	1,68
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,42	1,60	-2,47
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,85	0,79	37,56
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	6,32	9,54	-30,18
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,16	0,10	-0,03
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	82,62%	87,30%	84,51%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,18%	0,12%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	12,81	7,53	-2,84
3.- RENTABILIDAD			
Margen Bruto (%)	32,61%	29,88%	20,21%
Margen Neto (%)	10,13%	5,51%	-6,15%
Rotación del Activo (%)	58,82%	59,18%	49,75%
Rentabilidad Total del Activo (%) (*)	5,98%	3,44%	-3,04%
Rentabilidad Total del Activo (%)	5,96%	3,41%	-3,00%
Inversión de Capital (%)	19,83%	19,60%	-30,10%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	1,37	1,74	-0,49
Rentabilidad Operacional (%)	8,29%	7,45%	-6,89%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	14,44%	8,43%	4,52%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	65,32%	68,62%	77,60%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	67,39%	70,12%	79,79%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	21,35%	21,59%	31,47%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	15,67%	12,25%	8,57%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	13,06%	9,51%	-9,46%

(*) Activos en Ejecución Descontados

(**) Los estados financieros correspondientes a los años 2009 y 2010 no son representativos, dado que se desconoce la magnitud del efecto de las repactaciones unilaterales sobre los resultados de la compañía.

