

Ficha Técnica

CASO LA POLAR: LECCIONES QUE APRENDER

Junio de 2012

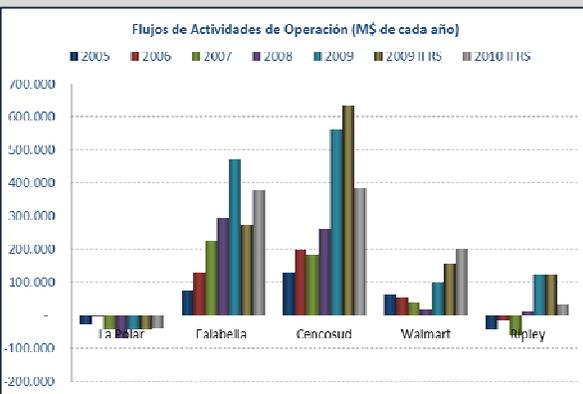
Objetivo de la Ficha Técnica

Existen variadas opiniones respecto a las responsabilidades y consecuencias del que se ha dado en llamar caso **La Polar**, y es natural que así sea. Sin embargo, los distintos puntos de vista no deben inhibir la necesidad de examinar con detención los sucesos que afectaron a dicha empresa para evitar que situaciones de esta índole vuelvan a repetirse. Obviamente, hay diferentes aristas que pueden ser abordadas; en esta ocasión se analiza si la información pública disponible sobre **La Polar** permitía presumir que existían circunstancias anómalas, más allá que por sí sola no pudiese revelar la magnitud de los hechos que se han conocido. El ánimo de este análisis es contribuir a mejorar la calidad futura de los procesos de evaluación dentro del mercado chileno, aun a riesgo de ser considerados “generales después de la batalla”.

La importancia del Estado de Flujo de Efectivo

En el mercado hay una tendencia a centrar los análisis financieros únicamente en el Balance General de una compañía y en su Estado de Resultados, omitiéndose el estudio de la información que entrega el Estado de Flujo de Efectivo. De hecho, la mayoría de los *ratios* financieros comúnmente utilizados en las evaluaciones se desprenden de indicadores contenidos en estas fuentes, aplicándose así una práctica aprendida en los primeros cursos de finanzas.

Probablemente es este el motivo de que en los análisis de **La Polar** no se reparó, o se prestó poca atención, a los flujos operacionales negativos que la empresa presentaba sistemáticamente desde el año 2005 (el análisis toma este año como punto de inicio, por lo tanto, no se pronuncia respecto de años anteriores).

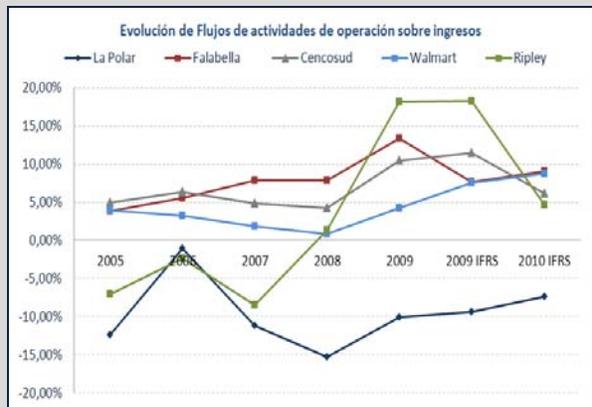


En este gráfico se observa que en el periodo 2005-2010 sólo **La Polar** registró sistemáticamente un flujo operacional negativo, a diferencia del resto de las empresas de *retail*.

Se entiende que esta situación por sí sola no develaba en absoluto los hechos que a la fecha son de público conocimiento, y se tiene consciencia que, financieramente, podía ser explicada por el crecimiento de las cuentas por cobrar de la compañía. Con todo, quedaba en evidencia que la persistencia de un flujo operacional negativo no es el estándar de la industria y, por lo tanto, dicha situación merecía una especial atención.

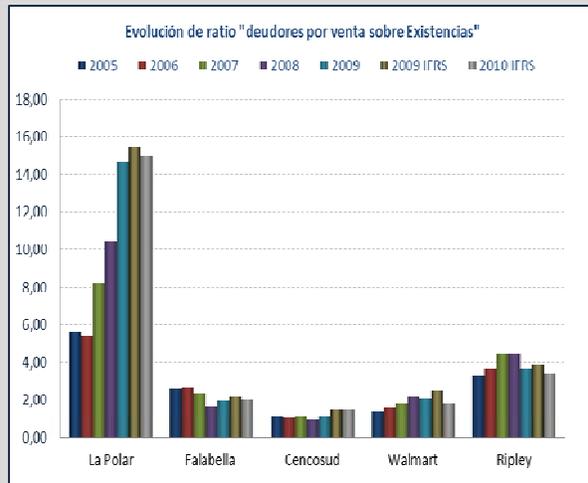
Un dato adicional que aparentemente no fue considerado es que, al analizarse el déficit del flujo operacional en relación con los ingresos, se podía constatar que era mayor al que presentaba otra empresa de *retail* que antes estuvo en la misma situación.

Este tipo de resultado quizás pudo haber tenido una explicación por parte de la administración de **La Polar** que era atendible; no obstante, indudablemente los flujos de la compañía no estaban contribuyendo a su plan de crecimiento, obligando a la firma de manera recurrente a elevar su endeudamiento. En este contexto, era razonable analizar la compañía con indicadores distintos a los tradicionalmente aplicados a empresas consolidadas (que generan mayoritariamente flujos operacionales positivos).



¿Era La Polar un Empresa de *retail*?

Entendiendo que el persistente e inusual flujo operacional negativo de **La Polar** podría ser consecuencia del crecimiento de las cuentas por cobrar, era legítimo cuestionarse si la evolución del negocio crediticio respondía a un incremento de las ventas al detalle. Una forma simple de verificación era relacionar las cuentas por cobrar con el nivel de inventarios. Como se verá a continuación, el negocio de **La Polar** era muy distinto al del resto del *retail*, ya que directamente estaba actuando como una financiera.



Este gráfico muestra la evolución del saldo neto de las cuentas por cobrar y las existencias, tanto en **La Polar** como en otras empresas del sector (incluyendo un par de supermercados). Se observan claramente dos particularidades de **La Polar**:

- Que desde el año 2005 (y no sólo en los últimos años) era evidente que su modelo de negocio difería del generalmente utilizado por las empresas de *retail*.
- Que la relación cuentas por cobrar sobre inventarios alcanzaba niveles totalmente desacoplados con aquellos que el mercado tendía a ver como pares.

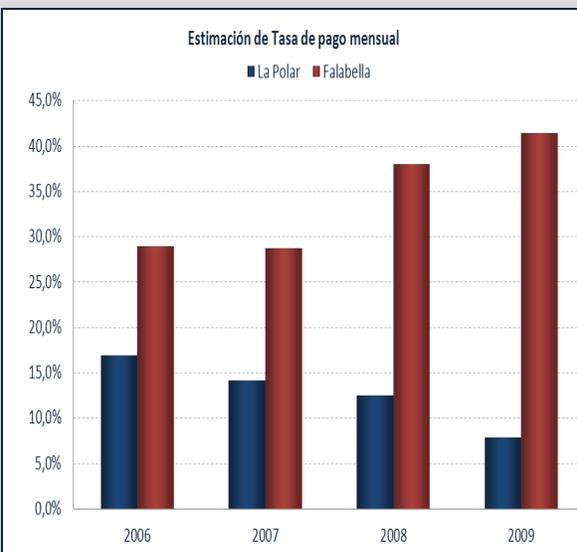
Estos indicadores, en sí mismos, no implicaban un riesgo inapropiado; sin embargo, dejaban de manifiesto que no era estrictamente correcto incluir a **La Polar** en el grupo de las empresas de *retail*, puesto que su negocio era marcadamente financiero (nótese que por cada peso en mercadería mantenía más de \$ 14 en préstamos).

Visto de este modo, llamar a **La Polar** *retail* y no negocio financiero dejaba de ser un problema semántico pasando a ser un error de análisis, que conducía a aplicar criterios de evaluación inexactos y a desviar la atención de lo relevante. A modo de ejemplo: el mercado raramente se preocupa del EBITDA de los bancos, pero en el caso de **La Polar** lo observaba atentamente; además, parece ser que no hubo reales reparos ante el hecho de que la empresa no tuviese una unidad de control interno con mayor perfil dentro de la organización, unidad de relevancia en los negocios financieros.

Lo Relevante en las Cuentas por Cobrar: La Tasa de Pago

Desde la perspectiva de un analista, el negocio financiero, fuera del ámbito de los bancos, presenta la desventaja de tener una mayor libertad normativa en cuanto a provisiones, castigos y sistemas de control, entre otros aspectos. Por ello, una forma de monitorear el comportamiento de las cuentas por cobrar es a través de la tasa de pago (de hecho, en la securitizaciones de cuentas por cobrar de casas comerciales **Humphreys** requiere eventos de aceleración asociados a dicho indicador).

Si bien no siempre es posible calcular tal indicador con los antecedentes públicos existentes, hasta el año 2009 **La Polar** informó la "recaudación de deudores por venta" en una cuenta específica del "Estado de Flujo Efectivo", lo que permitía una adecuada estimación del citado índice. Por otro lado, esta información también figura en los estados financieros de Falabella, lo que abría la posibilidad de obtener un parámetro de comparación a este respecto, ejercicio que puede observarse en el gráfico a continuación.



Cabe señalar que para el cálculo del indicador se tomó la duodécima parte de la "recaudación de deudores por venta" del año, dividida por los deudores por venta (de corto y largo plazo) correspondientes a diciembre del año anterior. De este modo se obtiene una buena aproximación de la tasa de pago mensual, la cual no se deteriora por el incremento en las colocaciones, sino que, por el contrario, se ve beneficiada como es en el caso de **La Polar**. Al examinar el gráfico se puede inferir:

- Que la tasa de pago mensual de **La Polar** siempre fue notoriamente más reducida que en el caso de Falabella, lo que implicaría una morosidad mucho mayor y/o mayores plazos en los créditos otorgados.
- Que la acentuada caída en la tasa de pago de **La Polar** se explicaría en el incremento significativo de la morosidad y/o el fuerte aumento de los plazos de pago de la deuda.
- Que el aumento en la tasa de pago de Falabella en los años 2008 y 2009 tiene lógica si se asume que en épocas de crisis debería observarse una tendencia a un menor plazo de los créditos. Debiera haberse esperado lo mismo con **La Polar**.

Por ende, si el análisis se hubiese centrado en la tasa de pago, el deterioro de los indicadores financieros de la empresa habría sido más evidente al momento de evaluar la situación de la compañía.

A juicio de **Humphreys**, si la tendencia a la baja en la tasa de pago debiese haber sido motivo de preocupación, lo era aún más considerando el 7,9% que arrojó dicho indicador en 2009 (y es probable que con información más exacta se tuviesen niveles aún más bajos). Cabe señalar, por ejemplo, que en la securitización de las cuentas por cobrar de Johnson´s se estableció como exigencia una tasa de pago mensual mínima de 12%, de lo contrario se aceleraba el pago del bono, ya que se entendía que una baja más pronunciada podría ser un claro indicativo del deterioro de la cartera crediticia.

Reflexiones Finales

- Es altamente probable que el mercado haya basado su evaluación de **La Polar** en el Balance General y el Estado de Resultados, omitiéndose o prestando poca atención a los flujos operativos negativos que la empresa presentaba desde 2005, lo que no ocurría en el resto de las empresas de la industria de *retail*. La persistencia de un flujo operacional negativo no es el estándar del sector y, por lo tanto, dicha situación merecía una especial atención.
- Los flujos de la compañía no estaban contribuyendo a su plan de crecimiento, obligándola de manera recurrente a elevar su endeudamiento, de modo que era razonable analizar la compañía con indicadores distintos a los tradicionalmente aplicados.
- Desde el año 2005 era evidente que el modelo de negocio de **La Polar** difería del generalmente utilizado por las empresas de *retail*, exhibiendo niveles de cuentas por cobrar sobre inventarios totalmente desacoplados con aquellos que el mercado asocia a dicha industria. Estos indicadores dejaban de manifiesto que no era estrictamente correcto incluir a **La Polar** en el grupo de las empresas de *retail*, puesto que su negocio era marcadamente financiero. Por lo tanto, debieron usarse criterios de evaluación distintos a los comúnmente aplicados para el *retail*.
- Si el análisis se hubiese centrado en la tasa de pago, el deterioro de los indicadores financieros de la compañía habría sido más evidente para el mercado.

“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”.



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono: (562) 433 5200– Fax (562) 433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>