



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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

Empresas La Polar S.A.

Mayo 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones (NUEVA POLAR)	Segunda Clase
Bonos	B-
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2019 ¹

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

Estado de resultados IFRS						
En miles de \$	2015	2016	2017	2018	2018.T1	2019.T1
Ingresos de actividades ordinarias	382.773.285	393.109.866	397.159.914	381.849.896	90.729.689	83.025.597
Costo de ventas	-248.215.025	-247.961.427	-218.924.251	-214.632.483	-51.618.533	-47.275.592
Ganancia bruta	134.558.260	145.148.439	178.235.663	167.217.413	39.111.156	35.750.005
Costo distribución y gasto administración	-141.296.373	-138.510.336	-142.105.893	-136.205.568	-32.687.109	-30.728.519
Resultado operacional	-6.738.113	6.638.103	36.129.770	31.011.845	6.424.047	5.021.486
Costos financieros	-14.131.071	-7.815.113	-8.133.420	-7.648.495	-1.474.241	-5.034.069
Utilidad (pérdida) del ejercicio	-40.639.693	2.451.608	6.603.797	-11.238.227	-2.550.193	-6.531.013
EBITDA ²	2.678.402	17.265.059	14.700.061	3.674.350	-189.241	-312.348

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2019 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Balance general IFRS					
En miles de \$	2015	2016	2017	2018	2019.T1
Total activos corrientes	227.249.047	225.265.991	242.444.424	233.970.028	205.796.457
Total activos no corrientes	106.903.216	105.360.679	93.651.648	116.511.714	252.956.574
Total activos	334.152.263	330.626.670	336.096.072	350.481.742	458.753.031
Total pasivos corrientes	116.920.510	103.533.599	114.895.751	130.413.274	115.305.889
Total pasivos no corrientes	104.213.145	117.779.781	105.965.119	110.922.864	239.972.767
Total patrimonio	113.018.608	109.313.290	115.235.202	109.145.604	103.474.375
Total pasivos y patrimonio	334.152.263	330.626.670	336.096.072	350.481.742	458.753.031
Deuda financiera	54.414.197	49.639.829	54.276.901	87.354.174	214.083.962

Opinión

Fundamento de la clasificación

Empresas La Polar S.A. (La Polar) es una empresa orientada a las ventas al detalle (*retail*), mediante el formato de tiendas por departamentos y que, en forma complementaria, participa en el negocio financiero mediante el otorgamiento de créditos a los usuarios de su tarjeta comercial (tarjeta La Polar) y tarjeta VISA la Polar.

En la actualidad (diciembre de 2018), la empresa dispone en Chile de 39 tiendas, distribuidas entre Iquique y Punta Arenas, ubicadas 13 de ellas en la Región Metropolitana, con 158.300 metros cuadrados de superficie para la venta.

Al 31 de diciembre de 2018, los ingresos de **La Polar** ascendieron a \$381.850 millones, lo que significa un decremento de 3,9% respecto del periodo anterior, lo cual, unido al crecimiento de 2,0% de los costos de ventas, significó una caída de la ganancia bruta de 6,2%, totalizando \$167.217 millones. Lo anterior, implicó un margen bruto sobre ingresos de 43,8%. En el mismo período, sus costos de distribución y administración alcanzaron los \$136.206 millones, arrojando finalmente una pérdida de \$11.238 millones. En el primer trimestre de 2019 registró ingresos por ventas por \$83.025 millones, lo que representa una caída de 8,5% debido al menor dinamismo del consumo interno, lo que determinó que las ganancias mostraran un resultado negativo por \$6.531 millones.

La clasificación de riesgo en "*Categoría B-*" se debe a la baja flexibilidad financiera que presenta la empresa, unido a resultados débiles que aun no logran consolidar a la compañía como un adecuado sujeto de crédito; ello sin perjuicio de reconocer que la entidad ha sido capaz de acceder a financiamiento por parte de terceros, especialmente fondos de inversión, y de mejorar su costo financiero.

En cuanto a los resultados negativos exhibidos a marzo, a juicio de la clasificadora son susceptibles de ser revertidos dada la baja representatividad del primer trimestre en relación con la actividad anual de *retail*, el cual experimenta un importante alza los últimos tres meses del año.

Si bien **La Polar** registra una adecuada recaudación de sus créditos en relación con sus colocaciones netas (a diciembre de 2018, registra una tasa de pago igual a 17,2%, según la última información entregada por el emisor), la compañía, a diciembre de 2018, tuvo un EBITDA igual a \$3.675 millones, lo que representa una caída de 75% respecto a 2017, influido por la debilidad de los indicadores de consumo y por mayores actividades promocionales. Lo anterior corrobora lo señalado por esta clasificadora en el sentido de que la generación de EBITDA aún no ha demostrado ser estable en el tiempo.

Un desafío de **La Polar** es generar los excedentes necesarios que le permitan responder a las obligaciones financieras contraídas y acceder a nuevos créditos (hecho vital para el crecimiento del negocio financiero). La firma requiere incrementar significativamente su escala de negocios y sus niveles de eficiencia. Cabe señalar que, con los márgenes con que opera, al cierre de operaciones del 2018, logró cubrir los costos de operación y gastos de administración con la ganancia bruta (la suma de los costos de distribución y gastos de administración totalizaron los \$136.206 millones, mientras que la ganancia bruta, en 2016, fue de \$167.217 millones).

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

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Localización geográfica de los locales.
- Marca reconocida.

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

- Adecuado manejo de proveedores.

Riesgos considerados

- Flujos operacionales recién muestran mayor viabilidad y sostenibilidad del negocio en el mediano plazo.
- Modelo de negocio en vías de consolidarse.
- Restricciones con las fuentes de financiamiento que limitan, sobre todo, las colocaciones con la tarjeta.
- 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.
- Propiedad atomizada, por lo que se requiere de un gobierno corporativo que atenúe los riesgos operativos (riesgo que se está reduciendo por las medidas implementadas por la nueva administración).

Hechos recientes

Diciembre de 2018

La empresa obtuvo ingresos por \$381.850 millones, lo que significó una caída de 3,9% respecto de 2017. El negocio de *retail* –que representa un 79,5% del total de las ventas de la compañía– totalizó ingresos por \$303.682 millones, esto es, un valor 3,7% inferior a lo registrado el año anterior, explicado por las líneas deporte, tecnología y calzado. El margen bruto de este segmento cayó en 1,3%, en tanto que el EBITDA se redujo desde un valor negativo por \$19.796 millones en 2017, a un valor negativo por \$21.725 millones en 2018.

Los ingresos del segmento financiero totalizaron \$86.115 millones, lo que representó un incremento de 2,5% respecto a 2017. Dado que el costo de venta creció en 16,2%, en parte por la implementación de la normativa IFRS 9, el margen bruto, como porcentaje de los ingresos, cayó desde 66,9% en 2017 a 62,4% en 2018. Los gastos de administración y venta en este segmento se incrementaron en 30,7%, logrando que el EBITDA de este segmento cayera en 26,4%, alcanzando a \$25.400 millones al cierre de 2018.

Con todo, la empresa finalizó con un EBITDA de \$3.675 millones (\$14.700 millones al cierre de 2017). En términos consolidados, el margen EBITDA de 2017 fue de 1,0% frente al 3,7% del

año anterior. En el segmento *retail* el margen EBITDA fue de -7,2%, mientras que en segmento financiero fue de 29,5%.

La compañía finalizó 2018 con pérdidas por \$11.238 millones, lo que se compara desfavorablemente con el resultado positivo de \$6.604 millones alcanzado en 2017.

La deuda financiera de la empresa alcanzó los \$87.354 millones, un 61% superior a la de 2017, la cual fue utilizada para incrementar el valor de la cartera de crédito (la cartera bruta de la tarjeta de crédito aumenta en 8,4%), capex y la operación de la compañía.

Hechos recientes

En el primer trimestre de 2019 registró ingresos por ventas por \$83.026 millones, lo que representa una caída de 8,5% debido al menor dinamismo del consumo interno.

Cabe señalar que los resultados se ven influidos por la implementación de IFRS 16 que obliga a considerar los contratos de arrendos como un pasivo financiero contra un activo por el derecho a uso del bien arrendado. A marzo de 2019, la implementación de esta normativa generó una pérdida de \$924 millones.

El EBITDA, por su parte, presentó un resultado negativo de \$312 millones, en tanto que al mismo período del año anterior alcanzó a \$189 millones.

Las ganancias, en tanto, exhibieron un resultado negativo por \$6.531 millones, inferiores al resultado negativo de \$2.550 millones exhibido en el mismo período del año anterior.

Definición categorías de riesgo

Categoría B (títulos de deuda)

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 pérdida de intereses y capital.

Signo (-): El signo “-” corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

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 que su clasificación no presente variaciones a futuro.

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

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

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

Desempeño por segmento de negocio

En la actualidad, la empresa dispone en Chile de 39 tiendas, distribuidas entre Iquique y Punta Arenas, 13 de ellas ubicadas en la Región Metropolitana, con 158.300 metros cuadrados de superficie para la venta a diciembre de 2018.

Durante 2017, el negocio de venta al detalle representó cerca del 78% de los ingresos del emisor y cerca del 61% de su ganancia bruta. El mercado objetivo de la empresa son

fundamentalmente los segmentos C3 y D de la población; no obstante, también tiene presencia en los sectores C1 y C2.

En cuanto a la tarjeta La Polar, ésta puede ser usada para financiar las compras en las tiendas de la empresa, realizar avances en efectivo y/o comprar en comercios asociados; sin embargo, la política de la actual administración es priorizar el apoyo a las ventas internas. Durante mayo de 2016, mediante alianza con Visa, lanzó una tarjeta abierta al mercado.

Actualmente, la empresa tiene 568 mil tarjetas con saldo a diciembre de 2018. En 2018, el negocio financiero representó el 22,1% de los ingresos de la compañía y el 38,7% del margen bruto.

A pesar de las restricciones de financiamiento que enfrenta la compañía, a fines de 2018 el *stock* de cartera bruta de tarjeta de crédito se incrementó en \$15.517 millones, equivalente a un aumento de un 8,7% respecto al cierre de 2017.

Ilustración 1
Evolución de los ingresos según segmento de negocio
 (Millones de pesos. 2012-2018)

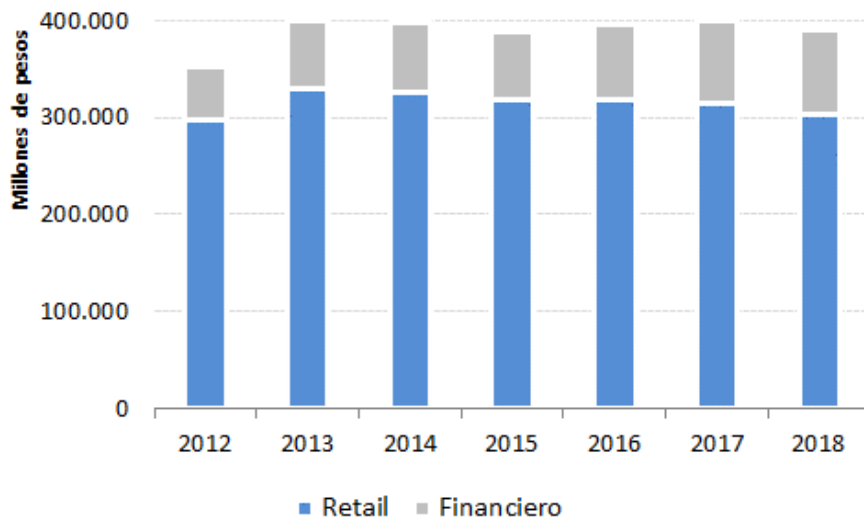
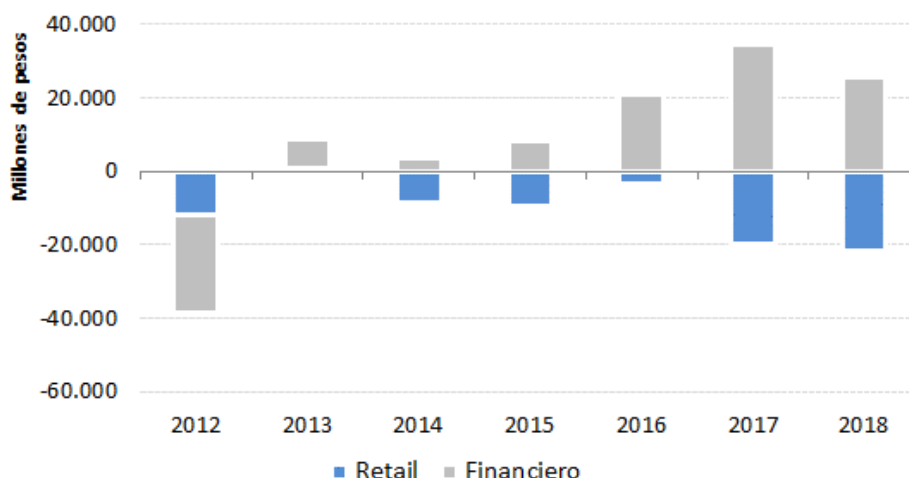


Ilustración 2
Evolución del EBITDA según segmento de negocio
 (Millones de pesos. 2012-2018)

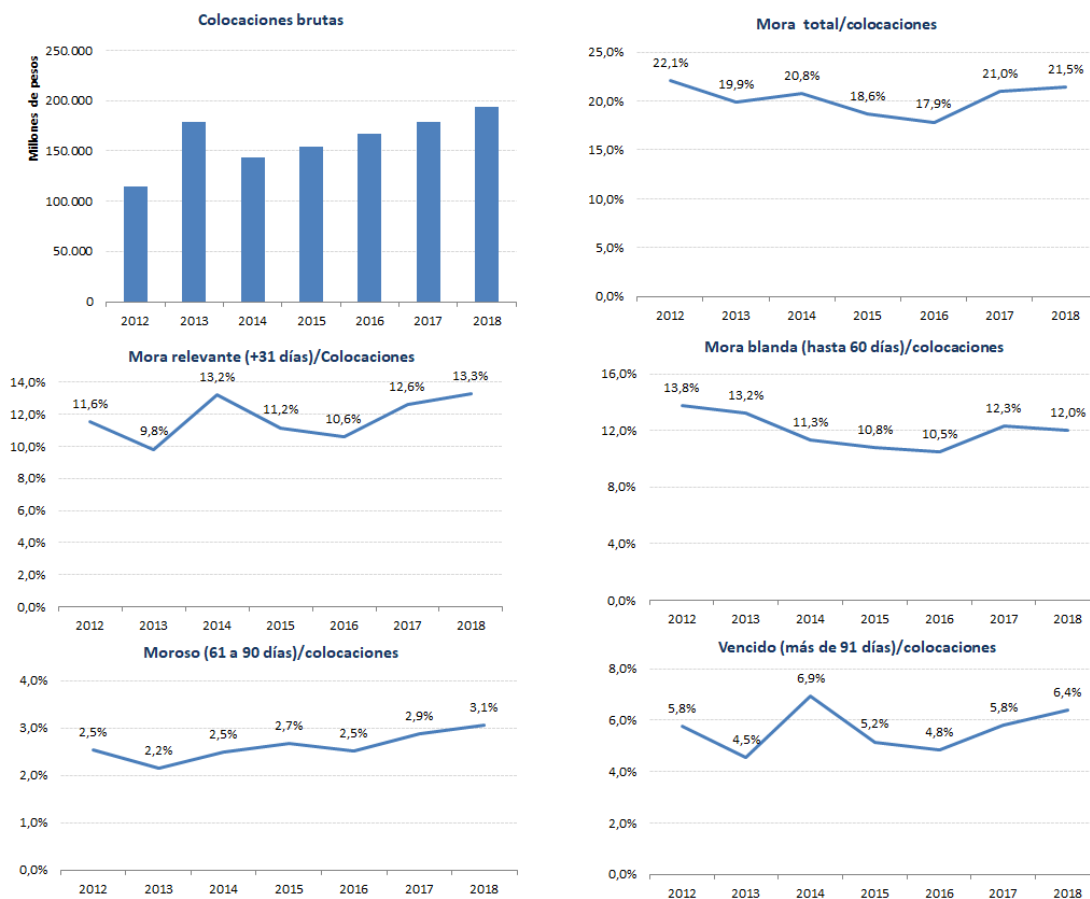


Desarrollo actual de La Polar

Comportamiento cartera crediticia

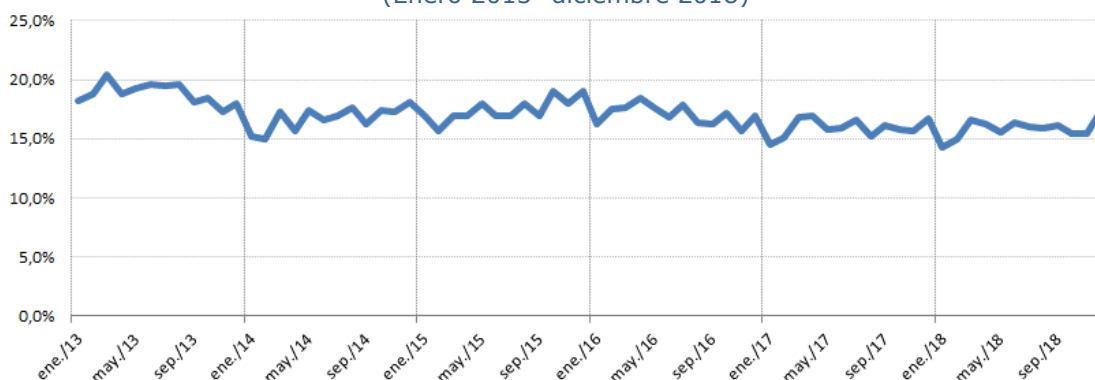
A diciembre de 2018, la cartera bruta (incluyendo la cartera repactada y unilateral) de deudores por tarjeta de crédito de la compañía alcanzaba los \$194.146 millones, un 8,7% superior a la de 2017. La cartera bruta de 2018 se desglosaba en un 87,5% en clientes normales sin repactación, y un 12,5% repactada. Del total de las colocaciones brutas, un 78,5% se encuentra al día (cifra que a 2017 era de 79%), mientras que aquella con mora mayor a 91 días representa un 6,4% de las colocaciones.

Ilustración 3 Comportamiento de la cartera bruta (2012-2018)



Por su parte, la tasa de pago, según los datos enviados por el emisor, durante 2018 alcanzó valores entre un 14,3% y 17,2%, lo que representa un leve incremento respecto a 2017, cuando el valor máximo alcanzó 16,9%.

Ilustración 4
Evolución de la tasa mensual de pago
(Enero 2013- diciembre 2018)



Originación, cobranza y control interno

Originación

La política de originación de créditos se enmarca dentro de la política de la compañía de mantener una cartera que registre indicadores de riesgo acordes con el segmento atendido, utilizando sistemas decisionales de riesgo, en conjunto con la aplicación de prácticas de administración crediticia que cumplan aspectos legales, normativos y éticos.

El proceso de originación incluye los siguientes aspectos básicos:

1. Proceso de autenticación de identidad por biometría.
2. Decisión centralizada en motores de decisión.
3. Controles de cumplimientos de políticas y procedimientos.
4. Estudio y monitoreo de las decisiones para evaluar su comportamiento.

Cobranza

La gestión de cobranzas para los créditos morosos es desarrollada por la sociedad filial Cobranzas y Recaudaciones Nueva Polar SPA, la que puede subcontratar servicios con terceros y ejercer acciones de cobranza judicial cuando se requieran. También se implementaron nuevos programas informáticos que, además de utilizar georreferenciación, permiten monitorear cada 30 minutos el estado de las diversas empresas de cobranza.

Contraloría interna

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

La Unidad de Auditoría Interna realiza las labores de Auditoría de Sistemas, Auditoría de Tiendas y Auditoría Financiera y de Procesos, además de Asuntos internos (Investigación de fraudes internos). Destaca la armonización y unificación de sistemas de gestión y auditoría, los cuales, en la actualidad, se encuentran en sistemas satélites (parcializados). La Unidad de Cumplimiento Normativo controla el respeto a las normas internas, las regulaciones de prevención de lavado de activos, la ley de valores y el cumplimiento de la normativa aplicada por la SVS y la SBIF.

La Unidad de Protección al Cliente permite una gestión más eficiente de los reclamos que éstos puedan presentar.

Finalmente, la Unidad de Prevención de Pérdidas monitorea que se cumplan los protocolos de venta.

El Comité de Directores supervisa de manera directa todos los eventos de riesgo que sean detectados por las unidades de control interno de la empresa, a través de reuniones semanales o quincenales.

Análisis financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA²

En 2018, en términos reales los ingresos de **La Polar** decrecieron en 6,1% respecto de 2017, totalizando \$385.754 millones. Por su parte, los costos de venta disminuyeron, en términos reales, un 4,2% y los gastos de distribución y administración se redujeron en 6,4%. De esta manera, la compañía vio desmejorada su capacidad de generación de flujos, ya que el EBITDA alcanzó \$3.695 millones, lo que significa una caída, en términos reales, de 75,7% respecto al registro de 2017.

El Flujo de Caja de Largo Plazo(FCLP)³ presenta un empeoramiento, registrando un valor negativo de \$3.743 millones. No obstante, por su metodología de construcción, este indicador considera las rentabilidades históricas que, en este caso, pierden representatividad, dados los

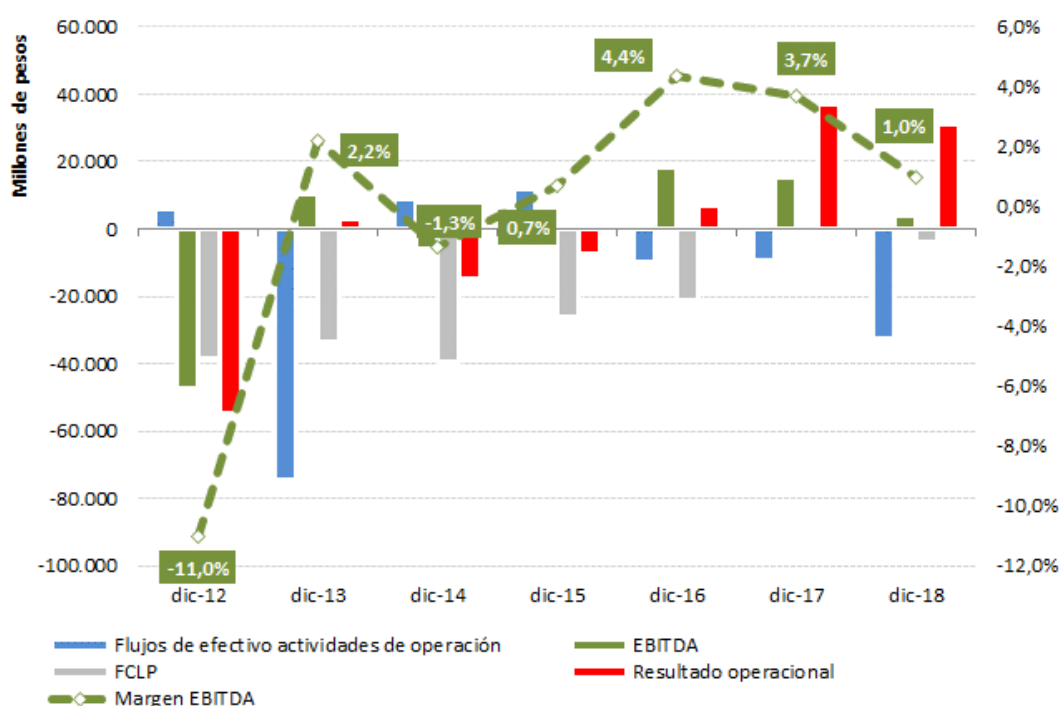
² Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, los flujos son expresados en valores a diciembre de 2018.

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

cambios que exhibe la compañía, lo cual refleja la dificultad para proyectar los flujos futuros de compañías en proceso de reorganización. Sin embargo, si se asume que sólo los dos últimos años representa la capacidad de generación de caja del emisor, el FCLP se sitúa en \$8.498 millones.

Por otra parte, la compañía registró un flujo de efectivo de la operación negativo por \$32.528 millones. El empeoramiento de este indicador se debe, principalmente, al menor reembolso por impuestos a las ganancias.

Ilustración 5
Evolución del flujo de efectivo de la operación, FCLP y EBITDA
 (Millones de pesos de diciembre de 2018. 2012-2017)



Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera de La Polar alcanzó a \$87.354 millones en diciembre de 2018, siendo que a diciembre de 2017 llegaba, en pesos de diciembre de 2018, a \$55.807 millones; el pasivo total de la compañía se incrementó a \$241.336 millones, mientras que el patrimonio de la compañía se redujo desde \$118.484 millones en diciembre de 2017 a \$109.146 millones a fines de 2018 (tal como se muestra en la Ilustración 6). Por otra parte, la relación deuda financiera sobre EBITDA es igual a 23,6 veces (la que a diciembre de 2017 era de 3,7), tal como se muestra en la Ilustración 7.

Se espera a futuro que la nueva estructura financiera de **La Polar** le permita obtener, en forma más permanente, *ratios* más saludables.

Ilustración 6
Evolución del patrimonio total, EBITDA, FCLP y deuda financiera
 (Millones de pesos de diciembre de 2018. 2012-2018)

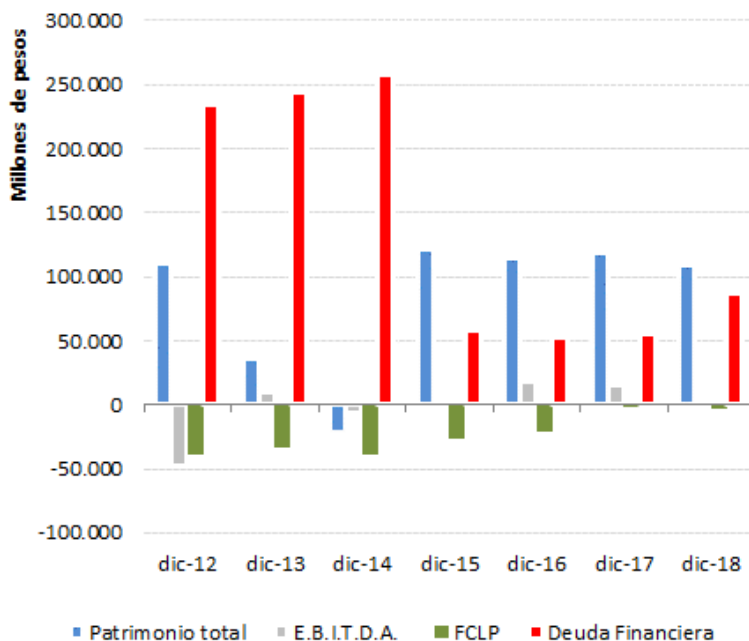


Ilustración 7
Evolución deuda financiera sobre FCLP y EBITDA
 (número de veces. 2012-2018)

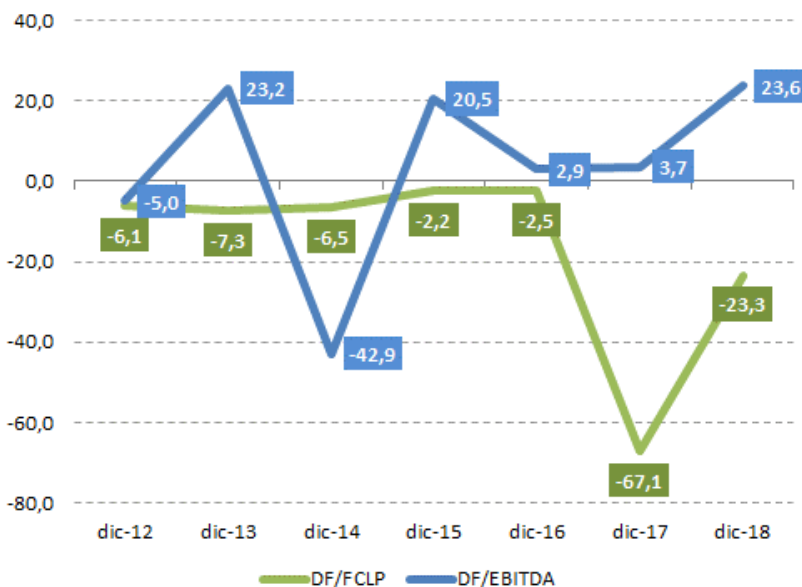
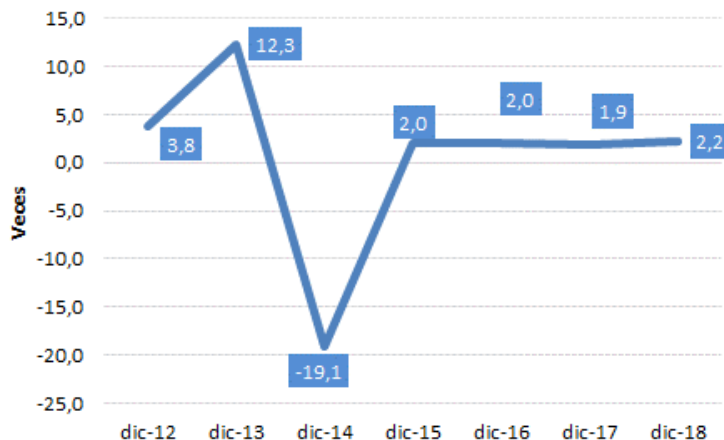


Ilustración 8
Evolución pasivos exigibles sobre patrimonio
 (número de veces. 2012-2018)

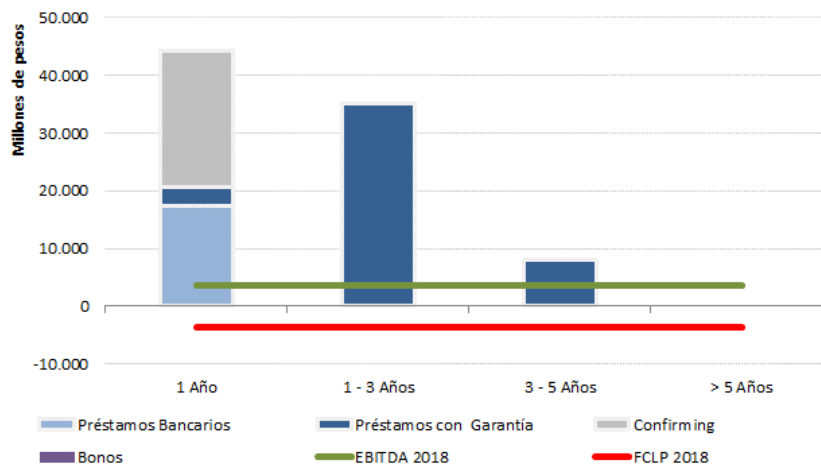


Calendario de vencimientos

A continuación, se presentan los pagos anuales que presenta la emisora. Se aprecia que en 2019 presenta un alto *stress* financiero, pero, dado que parte importante de esos vencimientos corresponden a *confirming*, se espera que los flujos requeridos para su pago serán obtenidos con la operación de la compañía. También, considerando que la deuda financia los préstamos comerciales, la recaudación de estos permite servir las obligaciones, bajo el supuesto que las líneas de créditos no son renovadas.

Sin embargo, se aprecia que la capacidad de generación de flujos de la compañía, medida como EBITDA o FCLP, aún es insuficiente para hacer frente a los pagos anuales del emisor.

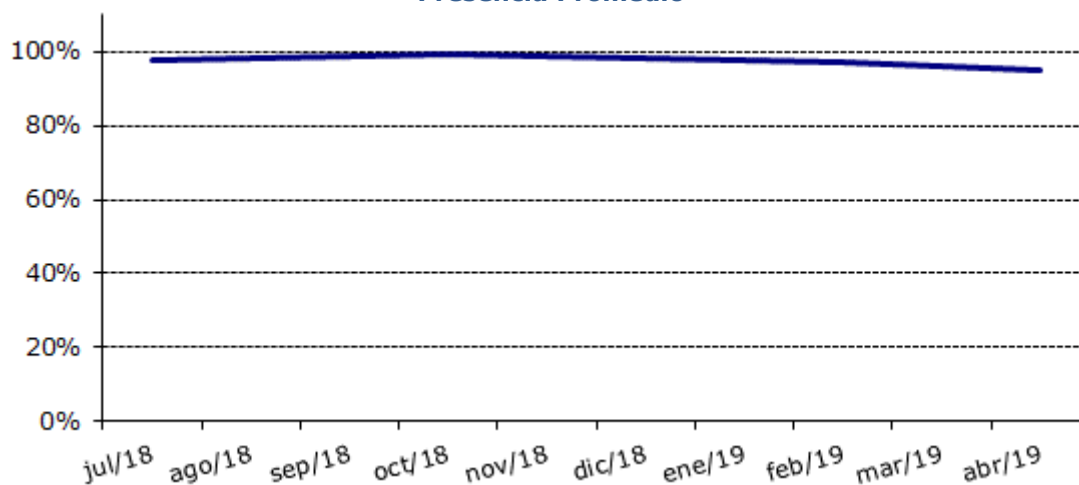
Ilustración 9
Perfil de vencimientos



Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio:

Ilustración 10
Presencia Promedio



"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."