

En 2015 la empresa llevó a cabo la reestructuración de su deuda financiera tras el prepagado parcial de las deudas *Senior* y *Junior* a través de un bono convertible en acciones (Bono H)

Humphreys mantiene la clasificación, en "Categoría C", de los bonos de La Polar en atención a los flujos operacionales negativos de la compañía

Santiago, 28 de junio de 2016. **Humphreys** mantuvo en "Categoría C" los bonos series F, G y H de **Empresas La Polar S.A. (La Polar)**, mientras que la tendencia se mantiene en "Estable".

Cabe señalar que durante 2014 la compañía llevó a cabo la reestructuración financiera de su deuda. Por un lado, emitió bonos convertibles en acciones, denominado serie H, por un monto fijo máximo de \$163.633 millones, cuyo vencimiento será el 31 de diciembre de 2113; luego de esa 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. Por otro lado, se modificaron los bonos series F (número de inscripción 754) y G (número de inscripción 755) para ser pagados sin el devengo de intereses ni amortizaciones para el año 2113. De esta manera, con el dinero recaudado por la suscripción de emisiones en el periodo de opción preferente y con la convertibilidad del bono serie H se prepagó parcialmente, el 6 de febrero de 2015, a valor par los bonos serie F, G, la deuda *Senior* y *Junior* no canjeada (ambas corresponden a la deuda que no fue canjeada por bonos sSeries F y G, respectivamente). El remanente de esa deuda que no fue prepagada, será pagado en una única amortización en 2113 y, tal como se señaló anteriormente, sin intereses ni reajustes.

Así según los últimos estados financieros de la compañía la reestructuración de la deuda implican un cambio en el balance consolidado de **La Polar** a contra del primer trimestre del 2015. Los pasivos financieros, que a diciembre de 2014 finalizaron en \$230.175 millones, en diciembre de 2015 fueron iguales a \$54.414 millones; el pasivo total de la compañía fue de \$228.009 millones (el que a fines de 2014 era de \$366.031 millones). Mientras que el patrimonio, que en el ejercicio finalizado en 2014 era negativo por un monto igual a \$19.157 millones, pasó a una cifra positiva igual a \$113.216 millones.

Lo anterior implica un profundo cambio en la estructura financiera de **La Polar** con una carga financiera que le permite una mejora en sus indicadores de endeudamiento y en su posición patrimonial. Sin embargo, la clasificación en "Categoría C" de los bonos se fundamenta, por una parte, en el hecho que los resultados de la sociedad emisora muestran que el nivel de flujos que genera sigue sin ser compatible con el negocio que lleva a cabo, de modo que éstos no le permiten presumir de 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 aún es prematuro para evaluar objetivamente si el modelo de negocios logrará ser sustentable en el tiempo.

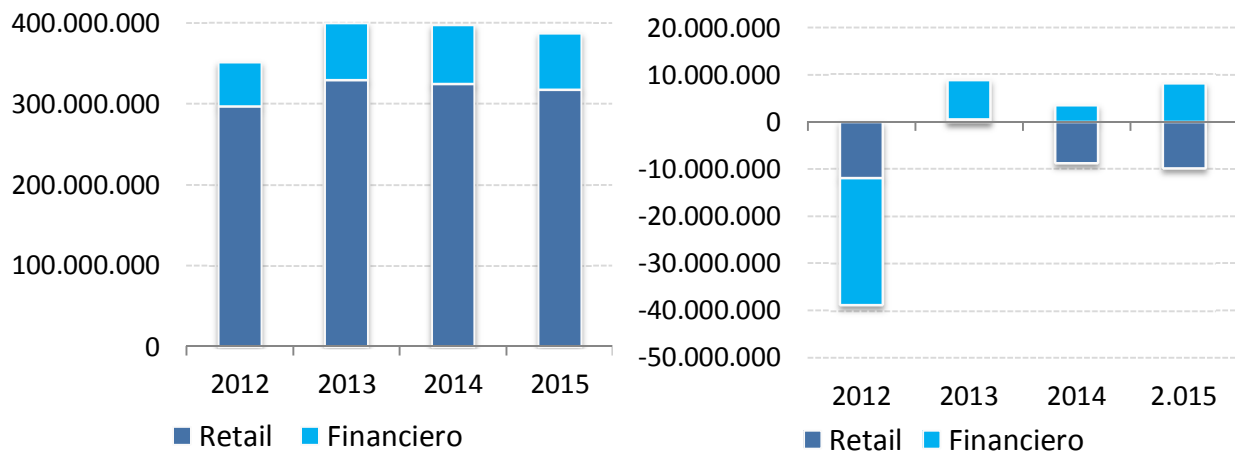
En efecto, a pesar que **La Polar** registra un nivel de ventas compatible con su *stock* de inventarios y una adecuada recaudación de sus créditos en relación con sus colocaciones netas (tasa de pago igual a 19% a diciembre de 2015, según la última información entregada por el emisor) la compañía, a diciembre de 2015, obtuvo con un EBITDA positivo igual a \$2.253 millones, mientras que en 2014 tuvo valores negativos iguales a \$5.157 millones y en 2013 fue positivo igual a \$8.863 millones. Así, la generación de EBITDA de la compañía ha demostrado ser poco estable en el tiempo.

Ilustración 1

Evolución de los ingresos según segmento de negocio
(Miles de pesos. 2012-2015)

Ilustración 2

Evolución del EBITDA según segmento de negocio
(Miles de pesos. 2012-2015)



Para sostener la operación en sus niveles actuales, y en mayor medida, si se quiere alcanzar el crecimiento previsto por la actual administración, es indispensable que la compañía disponga de acceso a fuentes de financiamiento que le permitan cubrir sus necesidades de capital de trabajo en el negocio retail y, especialmente, en el crediticio. Sin embargo pese a las mejoras obtenidas por la compañía respecto del año anterior, le es difícil reunir recursos financieros para poder impulsar el aumento en las ventas. A modo de ejemplo, en 2015 pese al aumento de las colocaciones de la industria, La Polar, producto de las restricciones de financiamiento terminó el periodo con un stock de cartera de un 6,7%.

Para generar los excedentes necesarios que le permitan a la compañía responder a las obligaciones financieras contraídas y poder acceder a nuevos créditos (hecho vital para el crecimiento del negocio financiero), el emisor requiere incrementar significativamente su escala de negocios y un incremento importante en sus niveles de eficiencia, por cuanto con los márgenes con que opera, a la fecha, no es capaz de cubrir los costos de distribución y gastos de administración con la ganancia bruta (la suma de los costos de distribución y gastos de administración totalizaron los \$145.120 millones, mientras que la ganancia bruta, en 2015, fue de \$137.956 millones). Cabe mencionar que la principal falta de eficiencia, referida anteriormente, se dejan ver en el segmento financiero, donde el gasto de administración y ventas (sin incorporar depreciación ni amortización) representan cerca del 51% de los ingresos de este segmento. Bastante lejos de su competencia directa.

Lo anterior refleja que el desafío de la compañía no es menor por cuanto requiere un aumento en sus ventas por metro cuadrados, junto con mayores colocaciones estimándose que éstas deberían incrementarse en forma importante para 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 mercado en que está inmersa. Se reconoce, además, que el negocio crediticio es altamente intensivo en capital de trabajo y el emisor presenta bajas alternativas de acceso a las fuentes de financiamiento. En definitiva, más allá de la adecuada gestión llevada a cabo por la administración actual, **La Polar** presenta claras características y, por ende riesgos, propios de un proyecto aún no consolidado. Además, se debe considerar que la economía no ha presentado un desempeño dinámico, situación que no se espera que se revierta en el corto plazo.

Tal como se ha dicho anteriormente, pese a una mejor estructura de balance a finales del 2015 respecto al año anterior, aún persisten desafíos propios de una empresa no consolidada. De esta manera, para un aumento en la clasificación de riesgo se debe seguir monitoreando la capacidad del emisor de generar flujos de caja positivos de manera sostenida en el tiempo, lo cual aún es incierto y no puede inferirse a partir de la historia de la compañía, dado que no es representativa de la situación actual de la emisora.

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).

Al 31 de diciembre de 2015, los ingresos de La Polar ascendieron a \$387.746 millones, lo que significa una disminución de 1,2% respecto del periodo anterior, generando una ganancia bruta igual a \$137.956 millones. Lo anterior implicó un margen bruto sobre ingresos de 35,6%. En el

mismo período sus costos de distribución y administración alcanzaron los \$145.120 millones, arrojando finalmente una pérdida de \$48.557 millones.

A fines de 2015, la deuda financiera de la compañía fue de \$54.414 millones, mientras que el EBITDA fue de \$2.235 millones, presentando una leve mejoría respecto del mismo periodo del 2014 (-\$5.376 millones).

Resumen instrumentos clasificados:

| Tipo de instrumento | Nemotécnico | Clasificación |
|------------------------------|-------------|---------------|
| Acciones | NUEVAPOLAR | Segunda Clase |
| Bonos | BLAPO-F | C |
| Bonos | BLAPO-G | C |
| Bonos | BLAPO-H | C |
| Línea de efectos de comercio | | Nivel 4/C |

Contacto en **Humphreys**:

Elisa Villalobos H.

Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: elisa.villalobos@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys
Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile
Fono (56) 22433 5200– Fax (56) 22433 5201
E-mail: ratings@humphreys.cl
<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".