



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
Instrumento y Cambio de
Clasificación**

Analista
Carlos García B.
Tel. (56-2) 433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Empresas La Polar S.A.

Enero 2013

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
Bonos Series F y G ¹ Líneas de bonos Línea de efectos de comercio Tendencia Otros Instrumentos: Acciones	C C² Nivel 4/C³ Estable⁴
EEFF base	Segunda Clase 30 de septiembre de 2012

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

Características de los bonos en proceso de inscripción		
	Serie F Deuda Senior	Serie G Deuda Junior
Monto máximo	\$196.812.902.081	UF 11.061.413
Vencimiento	31 julio 2022	31 julio 2032
Tasa de interés	Creciente sobre el saldo insoluto, comenzando con un 4% nominal anual y finalizando con un 10% nominal anual.	No devengará interés.
Prepago	Contempla	Contempla

¹ Nuevos instrumentos.

² Clasificación anterior: D.

³ Clasificación anterior: Nivel 4/D.

⁴ Tendencia anterior: En Observación.

Estado de resultados IFRS

En miles de \$	2009	2010	Ene-Sep 2012
Ingresos de actividades ordinarias	472.541.039	540.190.093	259.204.527
Costo de ventas	-318.406.448	-378.869.160	-226.299.558
Costo distribución y gasto administración	-102.148.448	-118.059.274	-90.550.895
Resultado operacional	51.986.143	43.261.659	-57.645.926
Costos financieros	-4.507.180	-4.564.068	-9.685.172
Utilidad (pérdida) del ejercicio	47.911.639	29.767.140	-58.684.105
EBITDA ⁵	61.743.957	51.354.529	-52.008.125

Balance general IFRS

En miles de \$	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Sep-12
Total activos corrientes	561.923.873	563.027.818	208.760.085	177.151.631
Total activos no corrientes	242.645.802	356.775.078	126.050.432	119.023.201
Total activos	804.569.675	919.802.896	334.810.517	296.174.832
Total pasivos corrientes	217.254.219	250.037.867	548.223.404	568.130.079
Total pasivos no corrientes	255.208.188	316.018.683	14.594.689	15.658.669
Total patrimonio	332.107.268	353.746.346	-228.007.576	-287.613.916
Total pasivos y patrimonio	804.569.675	919.802.896	334.810.517	296.174.832
Deuda financiera	390.352.053	494.195.535	475.609.721	487.867.892

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 enero-septiembre de 2012 cerca del 8% del total de los ingresos provinieron de sus inversiones en Colombia.

⁵ Resultado de operación más depreciación y amortización.

Como resultado del reconocimiento de la sobrevalorización de las cuentas por cobrar, durante 2011 la compañía debió reconocer su real situación patrimonial, lo cual ha llevado que al 30 de septiembre de 2012 el emisor presentaba un patrimonio negativo por \$287.614 millones.

La solución a la crisis de la compañía requirió el reordenamiento de sus actividades y procesos administrativos que significó una profunda y exhaustiva restructuración de la empresa, incluyendo 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. En paralelo la compañía debió recurrir a un acuerdo judicial preventivo que posibilitó la continuación de sus operaciones, el cual contemplaba, en primer término, un aumento de capital por una cantidad no inferior a \$120.000 millones, y, una vez cumplido lo anterior, la reprogramación de los pasivos de la compañía.

Con fecha 16 de octubre la compañía informó de la suscripción de acciones por un monto total aproximado de \$127.000 millones, con lo cual dio por cumplida la primera condición del acuerdo judicial preventivo, pudiendo, en consecuencia, iniciarse el proceso de reprogramación de pasivos, en donde se enmarca la nueva emisión de bonos, que corresponde, en definitiva, a la instrumentalización del convenio judicial preventivo.

Este proceso consiste en el pago entre los años 2015 y 2022 del 44% de los pasivos financieros, en cuotas semestrales crecientes; mientras que el 56% restante de los pasivos serán cancelados en una cuota el año 2032, sin intereses.

No obstante reconocer que la nueva administración ha podido reorganizar la empresa bajo estándares conformes con los observados en la industria, **Humphreys** ha clasificado los títulos de deuda del emisor en "*Categoría C*"; toda vez que actualmente la compañía aun es incapaz de generar flujos positivos. En efecto, a pesar de registrar 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 del 18%), a septiembre de 2012 la compañía sigue registrando un EBITDA negativo, de \$52.000 millones, y un flujo de efectivo netos procedentes de actividades de operación también negativo, de \$ 2.193 millones.

Para generar los excedentes necesarios que le permitan a la compañía responder a las obligaciones financieras contraídas, el emisor requiere incrementar significativamente su escala de negocio por cuanto con los márgenes con que opera, no es capaz a la fecha de cubrir sus costos de distribución y gastos de operación (la ganancia bruta representa el 36% de sus gastos de apoyo). Por otra parte, los deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, tanto de corto

como de largo plazo, no alcanzan a cubrir el 20% de las obligaciones financieras las cuales a septiembre alcanzan el valor de \$ 487.868 millones.⁶

Lo anterior refleja que el desafío de la compañía no es menor por cuanto requiere un aumento relevante en sus ventas por metro cuadrado, estimándose que éstas deberían incrementarse en forma importante para acercarse a los estándares de la industria (actualmente es cercano a \$ 136.000 por metro cuadrado). Además, se tiene que considerar que si bien el aumento de capital desahoga la caja de la empresa, éste es inferior a su déficit patrimonial⁷ y persisten las serias dificultades para acceder al financiamiento externo, situación que restringe la posibilidad de potenciar el negocio crediticio (con todo se reconoce que siempre existe la opción de abordar este negocio vía asociaciones; no obstante, si bien esta alternativa reduce las necesidades de capital de trabajo, como contraparte resta rentabilidad a la compañía).

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, con el agravante que el monto de sus obligaciones financieras es totalmente desproporcionado con el nivel de sus activos.

Al 30 de septiembre de 2012, las ventas de **La Polar** ascendieron a \$259.205 millones, generando una ganancia bruta de \$32.905 millones e implicando un margen de 12,7%. En el mismo período, sus gastos de distribución y administración alcanzaron los \$90.551 millones, arrojando finalmente una pérdida de \$58.684 millones que equivale al 22,6% de sus ingresos. Su pasivo financiero ascendió a \$487.868 millones.

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.

⁶ Aun cuando el calendario de pagos de los bonos significa una reducción en el valor presente de los pasivos de la compañía, en caso, por ejemplo, de incumplimiento de *covenants* financieros, se haría exigible el valor total de la deuda.

⁷ De acuerdo a lo señalado por la compañía, el reconocimiento contable del valor presente de la nueva deuda significaría que, a octubre de 2012, la firma no exhiba déficit patrimonial.

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.

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.

*Para más detalle de la clasificación de **La Polar** véase el informe emitido en el mes de mayo de 2012, disponible en www.humphreys.cl.*

“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.”