



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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

Empresas La Polar S.A.

Mayo 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
Acciones	Segunda Clase
Bonos y líneas de bonos	C
Efectos de comercio	Nivel 4/C
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2013 ¹

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
Bonos Serie F	En proceso de inscripción
Bonos Serie G	En proceso de inscripción
Línea de efectos de comercio	N° 63 de 14.05.09

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2012. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2013 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.

Estado de resultados IFRS

En miles de \$	2009 (*)	2010 (*)	Ago-Dic 2011	2012	Ene-Mar 2013
Ingresos de actividades ordinarias	472.541.039	540.190.093	165.993.824	381.909.616	90.556.639
Costo de ventas	-318.406.448	-378.869.160	-132.402.692	-308.515.305	-66.643.231
Costo distribución y gasto administración	-102.148.448	-118.059.274	-52.849.751	-131.910.378	-31.773.737
Resultado operacional	51.986.143	43.261.659	-19.258.619	-58.516.067	-7.860.329
Costos financieros	-4.507.180	-4.564.068	-9.020.765	-16.752.282	-3.856.826
Utilidad (pérdida) del ejercicio	47.911.639	29.767.140	-10.199.789	187.528.455	-8.128.060
EBITDA ²	61.743.957	51.354.529	-15.610.396	-51.391.418	-5.963.276

Balance general IFRS

En miles de \$	Dic-2009	Dic-2010	Dic-2011	Dic-2012	Ene-Mar 2013
Total activos corrientes	561.923.873	563.027.818	208.760.085	326.557.994	304.176.955
Total activos no corrientes	242.645.802	356.775.078	126.050.432	113.019.239	114.807.104
Total activos	804.569.675	919.802.896	334.810.517	439.577.233	418.984.059
Total pasivos corrientes	217.254.219	250.037.867	548.223.404	128.759.026	117.270.114
Total pasivos no corrientes	255.208.188	316.018.683	14.594.689	219.704.325	218.947.829
Total patrimonio	332.107.268	353.746.346	-228.007.576	91.113.882	82.766.116
Total pasivos y patrimonio	804.569.675	919.802.896	334.810.517	439.577.233	418.984.059
Deuda financiera	390.352.053	494.195.535	475.609.721	193.460.255	196.435.464

Estado de resultados PCGA³

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 ⁴	64.630.729	90.764.705	71.267.557

* Estados financieros sujetos a revisión.

* Estados financieros sujetos a revisión.

² Resultado de operación más depreciación y amortización.

³ Estados financieros no representativos, pero sirven para dimensionar la situación que afectó al emisor.

* Estados financieros sujetos a revisión.

* Estados financieros sujetos a revisión.

* Estados financieros sujetos a revisión.

⁴ Resultado de operación más depreciación y amortización.

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

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

Durante 2012 la compañía continuó enfrentando la crisis originada por el reconocimiento efectuado a la sobrevalorización de las cuentas por cobrar a deudores comerciales, y su posterior ajuste. De este modo, durante el período pasado la compañía ha realizado una reprogramación de sus pasivos, lo cual significó dejar de pagar sus compromisos en las condiciones originalmente estipuladas con los tenedores de bonos, incrementó su base de capital en aproximadamente \$127.000 millones y, finalmente, se ha dedicado a ajustar su oferta de productos a los clientes, de manera de incrementar la generación de valor.

La reprogramación de los pasivos como parte del convenio judicial preventivo, 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. De acuerdo a estimaciones de la emisora, esta reestructuración significó una disminución del valor presente de la deuda superior al 63%

La actual emisión de bonos por parte de **La Polar** posibilitará la reestructuración de la deuda en los términos contemplados en el convenio judicial preventivo.

La clasificación en “*Categoría C*” de los bonos se fundamenta en el hecho que los estados financieros de la sociedad emisora muestran que ésta aún sigue sin generar flujos positivos. 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 del orden del 20%), a diciembre de 2012 la compañía sigue registrando un EBITDA negativo, de \$40.318 millones, y un flujo de efectivo netos procedentes de actividades de operación también negativo, de \$ 7.833 millones. En el primer trimestre de 2013 las mismas partidas toman valores negativos de \$5.829 millones y de \$23.521, respectivamente. Sin perjuicio de ello, se reconoce que la nueva administración ha podido reorganizar la empresa bajo estándares conformes con los observados en la industria; es así como a marzo de 2013 el emisor obtiene una ganancia bruta de \$ 23.913 millones que contrasta con el resultado negativo de igual período del año 2012.

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 negocios por cuanto con los márgenes con que opera, no es capaz a la fecha de cubrir sus costos de distribución y gastos de operación (el primer trimestre la ganancia bruta representó el 75% de sus gastos de apoyo).

Lo anterior refleja que el desafío de la compañía no es menor por cuanto requiere un aumento relevante en sus ventas por metro cuadrados, estimándose que éstas deberían incrementarse en forma importante para acercarse a los estándares de los líderes de la industria. Se reconoce que el negocio crediticio requiere financiamiento, para lo cual se dispone de parte del aumento de capital y, adicionalmente, la compañía ha señalado la existencia de ofertas de financiamiento por parte de terceros.

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. No obstante la firma presenta una adecuada estructura de balance en la actualidad, todavía persisten desafíos propios de una firma no consolidada, toda vez que debe incrementar su escala de operaciones y generar flujos positivos, 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.

Sin perjuicio de lo expuesto, cabe señalar que las características de cada una de las series emitidas inciden fuertemente en la pérdida esperada de las mismas. En efecto, la serie F, en relación con la serie G, se ve beneficiada por dos situaciones:

- i) Dado el calendario de pago de ambas series, en la práctica la serie F presenta preferencia operativa, no legal, por cuanto el servicio de la deuda es entre julio de 2013 y julio de 2022, en cambio la serie G es un bono cero cupón cuyo vencimiento es en julio de 2032. En este caso, todos los excedentes que genere el emisor los primeros nueve años permitirán disminuir la exposición de los tenedores de la serie F sin que por ello se produzca una reducción de la deuda de la serie G.
- ii) El bono serie F tiene como garantía parte de la prenda y prohibición de gravar y enajenar del ciento por ciento de las acciones de la filial en Colombia; si bien para dichos títulos no existe valorización de mercados o de entidades independientes, la ausencia de deuda de la filial permite presumir un valor positivo para sus puntos de ventas. Por el contrario, la serie G dispone como garantía la prenda y prohibición de gravar y enajenar del ciento por ciento de los créditos que componen la cartera repactada de La Polar, cuyo valor se estima en cero peso.

Al 31 de marzo los ingresos de **La Polar** ascendieron a \$ 90.557 millones, generando una ganancia bruta de \$23.913 millones e implicando un margen de 26,4%. En el mismo período sus gastos de distribución y administración alcanzaron los \$31.774 millones, arrojando finalmente una pérdida de \$8.128 millones que equivale al 8,9% de sus ingresos.

La Polar es una sociedad anónima abierta cuyo objeto es la venta por departamentos. En la actualidad la empresa dispone en Chile de 40 tiendas, distribuidas entre Iquique y Punta Arenas, 15 de ellas ubicadas en la Región Metropolitana, con 161.000 metros cuadrados de superficie para la venta. En Colombia cuenta con cinco tiendas y una superficie de ventas por aproximadamente 26.000 metros cuadrados.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Localización geográfica de los locales.
- Marca reconocida.

Fortalezas complementarias

- Nueva administración.

Fortalezas de apoyo

- Posibilidad de emitir nuevamente tarjeta de crédito abierta.
- Adecuado manejo de proveedores.

Riesgos considerados

- Flujos de la operación negativos.
- Mercado con crecientes grados de competencia, debido al fortalecimiento de agentes orientados a segmentos similares (Hites, Johnson's).

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.

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.

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

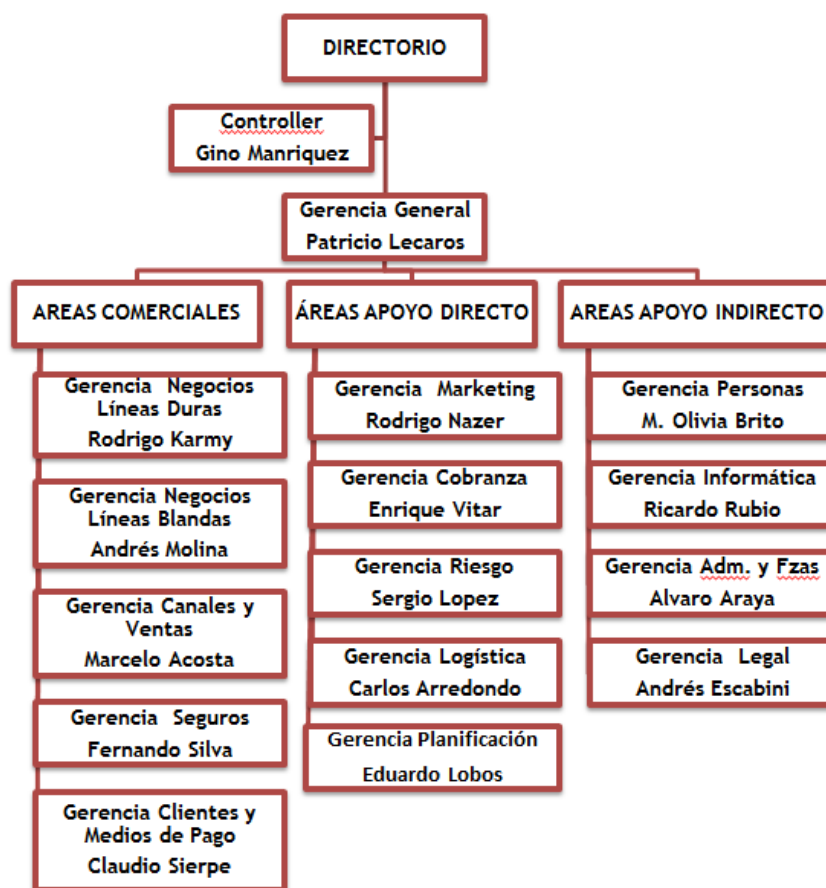
La Polar es una empresa del sector *retail* que, paralelamente, participa en el negocio financiero mediante la administración de la tarjeta comercial del mismo nombre, a través de su filial Inversiones SCG S.A. Como es de público conocimiento, las operaciones normales del emisor se vieron interrumpidas 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.

Accionistas	Porcentaje de la propiedad
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	11,16%
Banchile Corredora de Bolsa S.A.	9,42%
Celfin Capital S.A. Corredora de Bolsa	9,37%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	8,41%
Tanner Corredora de Bolsa S.A.	5,70%
Compañía de Seguros Corpvida S.A.	5,00%
Compañía de Seguros Corpseguros S.A.	4,99%
Moneda S.A. AFI para pionero fondo de inversión	4,66%
Banco Itau por cuenta de inversionistas	4,54%
Banco Santander por cuenta de inv. Extranjeros	3,74%
Sociedad de Rentas Massu y Cía Ltda.	3,00%
AFP Habitat S.A. para fondo pensión C	2,98%
Resto	27,03%
Total	100%

En la actualidad la empresa dispone en Chile de 40 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 cinco tiendas y una superficie de ventas por aproximadamente 26.000 metros cuadrados.

Durante 2012 el negocio de venta al detalle representó casi el 84% de los ingresos del emisor y un 92% 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 1.144.000 tarjetas emitidas, de las cuales casi el 42% mantiene saldo vigente. En 2012 el negocio financiero representó el 16% y el 7,7% 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.

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 quedó perfeccionado luego del cumplimiento durante agosto 2011 del incremento de capital, el cual totalizó \$127.000 millones.

Desarrollo actual de La Polar

Comportamiento cartera crediticia

A diciembre de 2012 la cartera neta de deudores de la compañía en Chile alcanzaba los US\$ 210 millones, la cual se desglosaba en un 78% en clientes normales sin repactación, 12% con algún tipo de repactación no unilateral y 10% cartera con repactación unilateral.

La cartera total, excluyendo la cartera repactada unilateralmente, se encuentra en un 71,2% al día. Por su parte, la tasa de pago, que a agosto 2011 alcanzaba a 13%, se ha incrementado, situándose en niveles superiores a 20% a fines de 2012. Por su parte, la tasa de provisiones se ha reducido desde 26,2% durante 2011 a 12,4% en 2012.

Morosidad cartera total
(Excluye cartera repactada unilateralmente)

Morosidad cartera total							
Tramo	Dic-11	Ene-12	Feb-12	Mar-12	Abr-12	Jun-12	Nov-12
Al día	69,5%	67,0%	64,6%	67,4%	68,3%	69,8%	71,2%
Mora blanda (1 a 60)	14,5%	20,0%	23,9%	20,6%	19,4%	18,2%	19,1%
Moroso (61 a 90)	3,1%	3,2%	3,0%	4,1%	3,9%	3,2%	3,1%
Vencido (91 a 180)	12,9%	9,8%	8,5%	7,9%	8,4%	8,8%	6,7%

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 fechas 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.

No obstante, con fecha 17 de diciembre de 2012, la SBIF comunicó que, habiendo sido superadas las causales que justificaban las limitaciones impuestas a SCG para la afiliación de nuevos comercios asociados y emisión de nuevas tarjetas, dichas limitaciones quedaban sin efecto. De este modo, como se dijo, a diciembre de 2012 la compañía registra alrededor de 1.144.000 tarjetas emitidas, de las cuales casi el 42% mantiene saldo vigente.

Cobranza

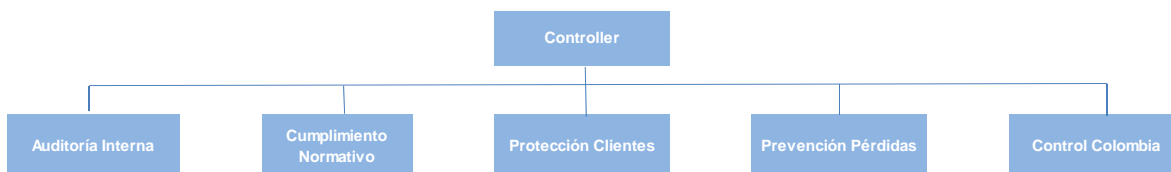
Respecto de la cobranza, se ha implementado un nuevo diseño de procesos, que contempla información en línea y una externalización de los procesos de cobro. Este proceso es monitoreado permanentemente mediante un equipo de auditores de empresas externas, que revisa que se respeten los protocolos y se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

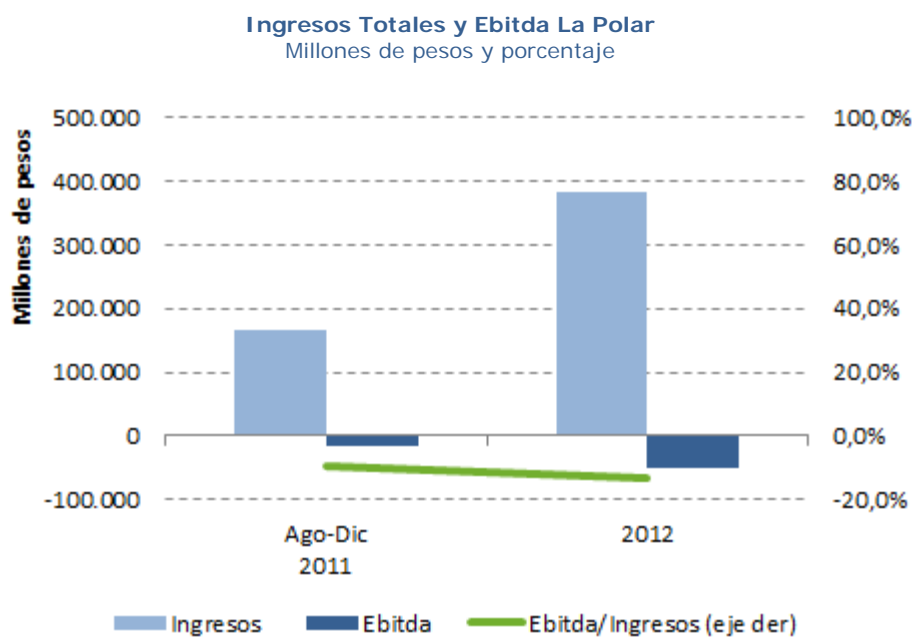
El Comité de Directores supervisa de manera directa todos los eventos de riesgo que sean detectados por las unidades de control interno de la empresa, a través de reuniones semanales o quincenales.

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

Evolución de los ingresos y EBITDA

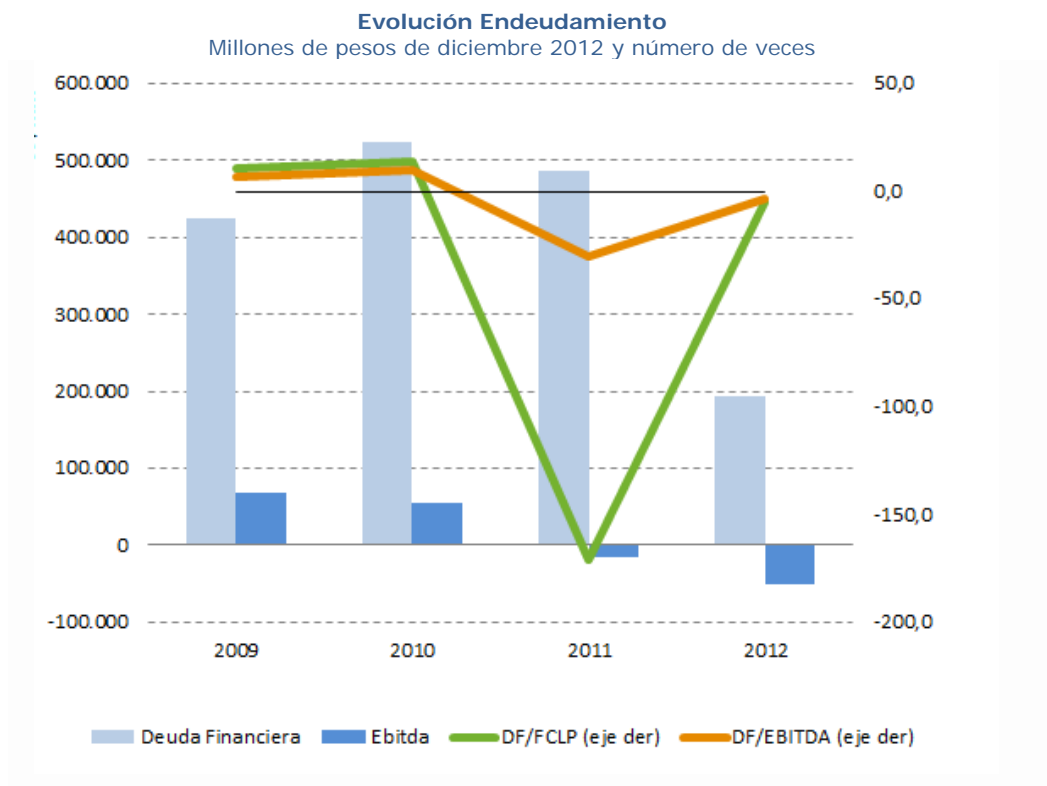
Los ingresos de La Polar totalizaron casi \$ 382 mil millones durante 2012. No obstante, dado que el EBITDA registrado en el período alcanzó un de -\$ 51,3 mil millones, por lo cual su razón EBITDA/Ingresos resulta ser negativa (-13,5%), e incluso inferior al guarismo de -9,4% exhibido por la compañía durante los últimos cinco meses de 2011, período para el cual se dispone de estados financieros comparables.



Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera de la compañía alcanzó valores aproximados de \$ 500.000 millones en los años 2010 y 2011. Previo a la crisis de este último año, el indicador Deuda Financiera / Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁵ se situó en valores en torno a 13 veces (2010). Con posterioridad, tanto el flujo de caja de largo plazo como el EBITDA han registrado valores negativos, por lo cual los indicadores de endeudamiento relativo también se sitúan en valores inferiores a cero.

⁵ El Flujo de caja de largo plazo (FCLP) es un indicador calculado por **Humphreys** que considera la capacidad de generación de flujos promedio de los activos, deduciendo el pago de impuestos e intereses. Este indicador busca medir, en base a su comportamiento histórico, la capacidad de los activos de generar caja para la compañía, restando los compromisos más inmediatos.

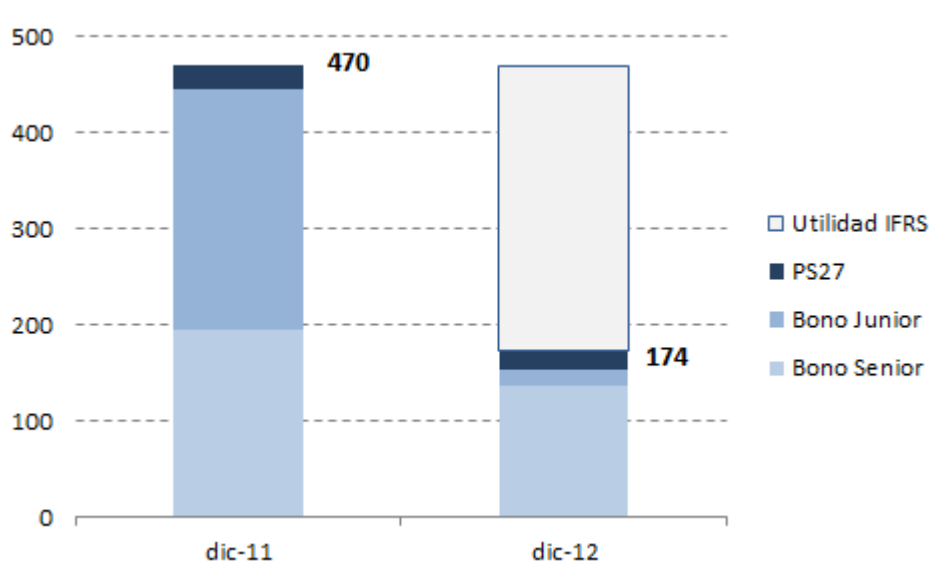


Cabe señalar que a fines de 2012 la compañía ha reducido significativamente el valor de su deuda financiera, producto de la reprogramación de los pasivos efectuada en el marco del convenio judicial preventivo.

En efecto, dado que las condiciones de los pasivos fueron sustancialmente modificadas, por lo cual los nuevos pasivos fueron valorizados utilizando una tasa de descuento estimada a partir de *spreads* de EEUU y la tasa de instrumentos del Banco Central de Chile que ascendió, en promedio, a 14,94%.

De este modo, al aplicar esta metodología, la deuda financiera se reduce desde valores de \$470 mil millones, a fines de 2011, a valores cercanos a los \$ 174 mil millones en octubre de 2012, lo cual representa una reducción del 63% de su valor. La diferencia se contabiliza como Otros Ingresos Financieros, y posibilita, además, que el patrimonio presente un valor positivo a fines de 2012.

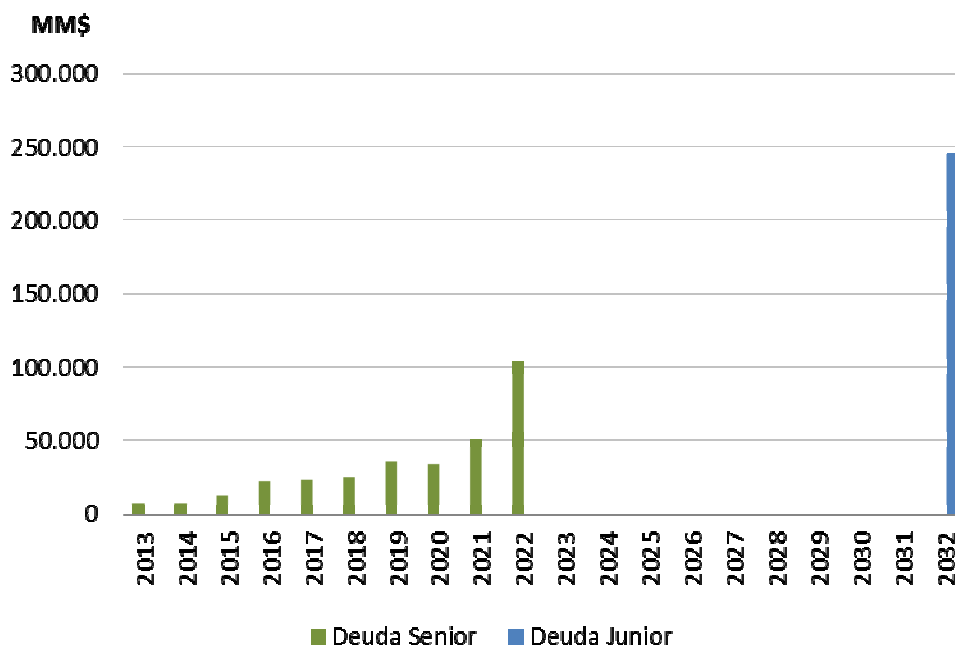
Valor Bonos Junior, Senior y PS27
Miles de millones de pesos



Calendario de vencimientos

A continuación se presentan los pagos anuales contemplados en la reestructuración de los pasivos financieros efectuada en el marco de convenio judicial preventivo, consistente 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.

Vencimientos anuales. Deuda Senior y Junior



“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.”