



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Elisa Villalobos
Tel. (56) 22433 5200
elisa.villalobos@humphreys.cl

Empresas La Polar S.A.

Mayo 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones	Segunda Clase
Bonos	C
Efectos de comercio	Nivel 4/C
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2015 ¹

Emisiones de deuda vigentes

Instrumento	Inscripción en SVS
Bonos Serie F	N° 754 de 07.06.13
Bonos Serie G	N° 755 de 07.06.13
Bonos Serie H	N° 796 de 19.12.14
Línea de efectos de comercio	N° 063 de 14.05.09

Estado de resultados IFRS

En miles de \$	Ago-Dic 2011	2012	2013	2014	mar-14	mar-15
Ingresos de actividades ordinarias	165.993.824	351.929.751	399.166.720	392.638.810	91.641.078	84.723.806
Costo de ventas	-132.402.692	-264.973.719	-257.524.078	-260.843.676	-60.527.911	-56.129.141
Ganancia bruta	33.591.132	86.956.032	141.642.642	131.795.134	31.113.167	28.594.665
Costo distribución y gasto administración	-52.849.751	-131.512.001	-139.162.267	-144.469.641	-34.762.419	-32.365.464
Resultado operacional	-19.258.619	-44.555.969	2.480.375	-12.674.507	-3.649.252	-3.770.799
Costos financieros	-9.020.765	-16.077.245	-28.565.171	-30.877.371	-6.625.711	-5.159.645
Utilidad (pérdida) del ejercicio	-10.199.789	187.528.455	-59.727.597	-36.339.713	-9.606.549	-5.878.299
EBITDA ²	-15.610.396	-38.501.145	8.862.859	-5.156.651	-1.914.486	-1.906.460

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2014. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2015 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.

² EBITDA calculado como ganancia bruta + costo de distribución + gasto de administración + depreciación y administración.

Balance general IFRS					
En miles de \$	2011	2012	2013	2014	mar-15
Total activos corrientes	208.760.085	326.557.994	246.962.298	227.920.116	220.621.062
Total activos no corrientes	126.050.432	113.019.239	132.518.156	118.953.865	112.962.626
Total activos	334.810.517	439.577.233	399.626.827	346.873.981	333.583.688
Total pasivos corrientes	548.223.404	126.521.011	123.767.129	121.699.543	97.789.098
Total pasivos no corrientes	14.594.689	221.942.340	225.260.764	244.331.500	88.835.008
Total patrimonio	-228.007.576	91.113.882	29.967.491	-19.157.062	146.959.582
Total pasivos y patrimonio	334.810.517	439.577.233	399.626.827	346.873.981	333.583.688
Deuda financiera	475.609.721	193.460.255	206.983.657	230.175.191	52.659.831

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). Tras el anuncio de cierre de sus operaciones en Colombia, durante 2014, sus ingresos se originan sólo en Chile.

Al 31 de diciembre de 2014, los ingresos de **La Polar** ascendieron a \$392.639 millones, lo que significa una disminución de 1,6% respecto del periodo anterior, generando una ganancia bruta igual a \$131.795 millones. Lo anterior implicó un margen bruto sobre ingresos de 33,6%. En el mismo período sus costos de distribución y administración alcanzaron los \$144.470 millones, arrojando finalmente una pérdida de \$36.340 millones.

La Polar es una sociedad anónima abierta cuyo objeto es la venta por departamentos. En la actualidad la empresa dispone en Chile de 38 tiendas, distribuidas entre Iquique y Punta Arenas, 15 de ellas ubicadas en la Región Metropolitana, con 159.000 metros cuadrados de superficie para la venta.

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 (línea de bonos con número de inscripción 754) y G (línea de bonos con 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 Serie 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 datos de la compañía, la reestructuración de la deuda implicaría un cambio en el balance consolidado de **La Polar** a contar del primer trimestre de 2015. Los pasivos financieros, que a diciembre de 2014 finalizaron en \$230.175 millones, disminuirían a \$46.721 millones; el pasivo total de la compañía quedaría en \$190.577 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, pasaría a una cifra positiva igual a \$156.297 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 18,1% a diciembre de 2014, según la última información entregada por el emisor) la compañía, a diciembre de 2014, finalizó el año con un EBITDA negativo igual a \$5.157 millones, mientras que en 2013 tuvo valores positivos iguales a \$8.863 millones y en 2012 fue negativo igual a \$38.501 millones. Así, la generación de EBITDA de la compañía ha demostrado ser poco estable en el tiempo.

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, la misma situación pasada y actual de la compañía le dificulta reunir estos recursos financieros para impulsar el aumento en las ventas y, consecuentemente, en el *stock* de colocaciones. A modo de ejemplo, en 2014 pese a que las colocaciones de la industria registraron un aumento, **La Polar**, producto de las

restricciones de financiamiento, terminó el periodo con un stock de cartera un 19,5% menor a la de 2013.

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 \$144.470 millones, mientras que la ganancia bruta, en 2014, fue de \$131.795 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 58% 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.

Tal como se ha dicho anteriormente, a partir del primer trimestre de 2015, la firma presentará una adecuada estructura de balance. No obstante, 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.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Localización geográfica de los locales.
- Marca reconocida.

Fortalezas complementarias

- Nueva administración.

Fortalezas de apoyo

- Adecuado manejo de proveedores.

Riesgos considerados

- Flujos operacionales y EBITDA denotan una baja viabilidad y sostenibilidad del negocio en el mediano plazo.
- Modelo de negocio en vías de definirse.
- 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 en la que se requiere de un gobierno corporativo que atenúe los riesgos operativos.

Hechos recientes

Resultados enero a diciembre de 2014

La empresa obtuvo ingresos por \$392.639 millones, lo que significó una disminución en 1,6% respecto de 2013. El negocio de *retail* –que representa un 81,8% del total de las ventas de la compañía– totalizó ingresos por \$325.481 millones, un 1,4% inferior a las del periodo anterior en este segmento. Pese a la disminución de los ingresos, la compañía logró reducir en 2,5% los costos de venta. Así, el margen bruto de este segmento se incrementó de 27,0%, en 2013, a 27,8% en 2014. El EBITDA de este segmento fue de -\$8.675 millones, mientras que en 2013 logró un resultado positivo por \$588 millones.

Los ingresos del segmento financiero totalizaron \$72.613 millones, lo que representó un aumento de 3,5% respecto a 2013, sin embargo, el costo venta se incrementó en un 53,0%. De este modo, el margen bruto, como porcentaje de los ingresos, en este segmento disminuyó desde el 74,9% a 62,9% en 2014. Los gastos de administración y venta en este segmento disminuyeron un 4,7%, aun así el EBITDA de la compañía se redujo en un 57,7% desde \$8.255 millones en 2013 a \$3.493 millones en 2014.

Con todo, la empresa finalizó con un EBITDA negativo, a diferencia del periodo anterior, igual a \$6.412 millones. En términos consolidados el margen EBITDA de 2014 fue de -1,3% frente al 2,2% de 2013. Así, en el segmento *retail* el margen EBITDA fue de -2,7%, mientras que en segmento financiero fue de 4,8%.

La compañía finalizó 2014 con pérdidas por \$36.340 millones, que comparado con 2013 y excluyendo el efecto por el castigo de las inversiones en Colombia las pérdidas de la compañía totalizaron \$15.399 millones.

La deuda financiera de la empresa alcanzó los \$230.175 millones, un 11,2% superior a la de 2013.

Eventos recientes

El 27 de febrero de 2014, el directorio de la empresa tomó la decisión de salir del mercado colombiano, de modo de finalizar antes en junio de 2014 las operaciones en dicho país. Como la inversión en Colombia fue considerada, durante el último trimestre de 2013, como un activo disponible para la venta se resolvió castigar al 100% el valor de la inversión en el país, lo que implicó un cargo por \$44.329 millones contra los resultados de 2013.

A inicios de abril de 2014, la compañía acordó que era conveniente iniciar un proceso de renegociación, tanto en los términos como en las condiciones de la deuda de la empresa, conforme fue establecida en el Convenio Judicial Preventivo suscrito en 2011.

A través de un hecho esencial enviado a la SVS el 2 de junio de 2014, se informó que el directorio de la compañía tomó la decisión de designar un nuevo gerente general.

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 (N-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

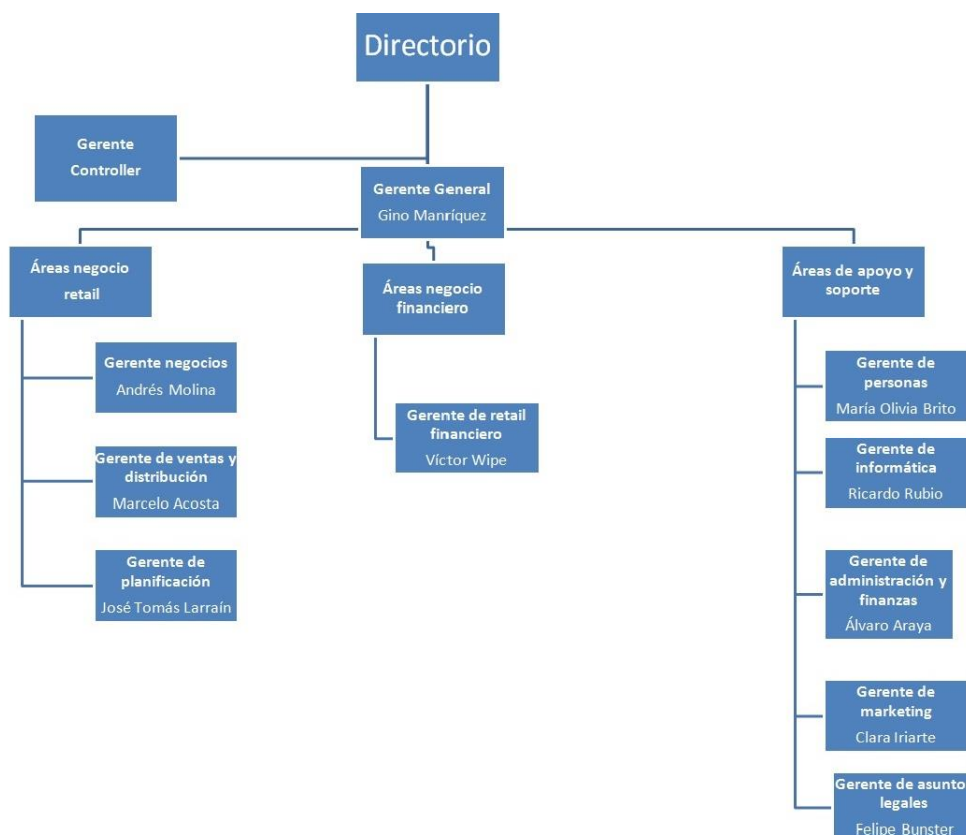
Descripción del negocio

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. En la actualidad se está en un proceso de reconversión de bonos en acciones, con la emisión de un bono convertible por \$163.633 millones y la emisión de 1.997.235.044 acciones con el fin de respaldar la emisión. Con lo anterior, los actuales accionistas de la sociedad se diluirían en hasta un 66,67%. Tras la emisión de este bono, la compañía prepagó parcialmente las Series F y G.

La actual 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. En promedio el 50% de las ventas se realizan con tarjeta.

La siguiente es la estructura organizacional de la compañía a diciembre de 2014:



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.

A continuación se presenta la estructura accionaria de la empresa, a diciembre de 2014:

Nombre	Número de acciones pagadas	% de propiedad
Banchile C. de B. S.A.	133.504.724	11,16%
Euroamerica C. De B. S.A.	97.357.530	8,14%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	96.255.744	8,05%
Moneda S.A. AFI Para Pionero Fondo de Inversión	71.366.000	5,97%
Santander S.A. C. de B.	54.652.539	4,57%
Compañía de Seguros Corpvida S.A.	49.930.874	4,17%
Compañía de Seguros Corpseguros S.A.	49.780.875	4,16%
BTG Pactual Chile S.A. C. de B.	46.957.116	3,93%
Consortio C. de B. S.A.	44.923.087	3,76%
Corpbanca Corredores de Bolsa S.A.	40.442.029	3,38%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	39.550.439	3,31%
Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A.	39.081.511	3,27%
Otros	432.068.000	36,13%

Desempeño por segmento de negocio

En la actualidad la empresa dispone en Chile de 38 tiendas, distribuidas entre Iquique y Punta Arenas, 15 de ellas ubicadas en la Región Metropolitana, con 159.000 metros cuadrados de superficie para la venta.

Durante 2014, el negocio de venta al detalle representó el 81,8% de los ingresos del emisor y cerca del 66% de su ganancia bruta. 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; a través de ellas se realizan cerca del 50% de las ventas. Durante abril de 2015, mediante alianza con Visa, lanzó una tarjeta abierta al mercado.

Actualmente, la empresa tiene 531 mil tarjetas con saldo. En 2014, el negocio financiero representó el 18% de los ingresos de la compañía y el 33% del margen bruto.

Debido a las restricciones de financiamiento provocadas, el *stock* de cartera se redujo en \$35 mil millones, equivalente a una disminución 19,5% respecto a 2013.

Ilustración 1
Evolución de los ingresos según segmento de negocio
(Miles de pesos. 2012-2014)

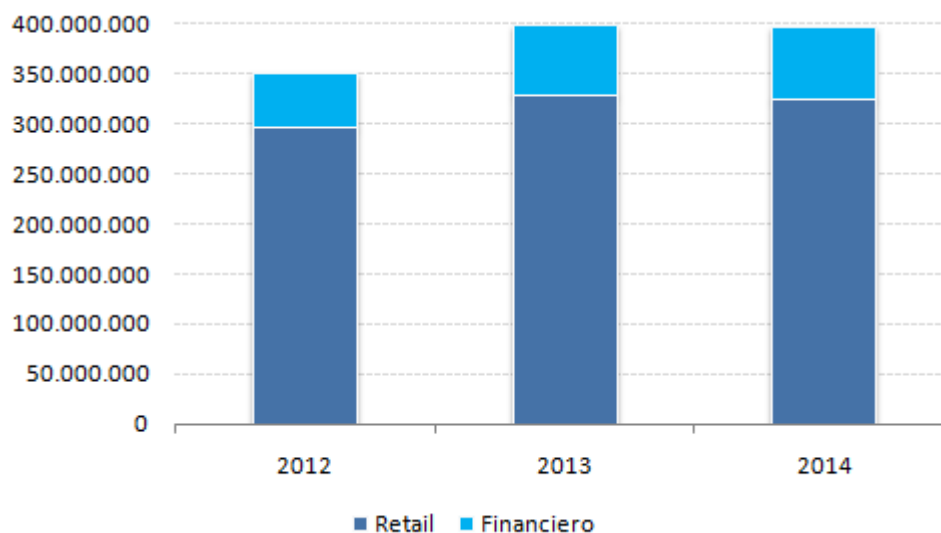
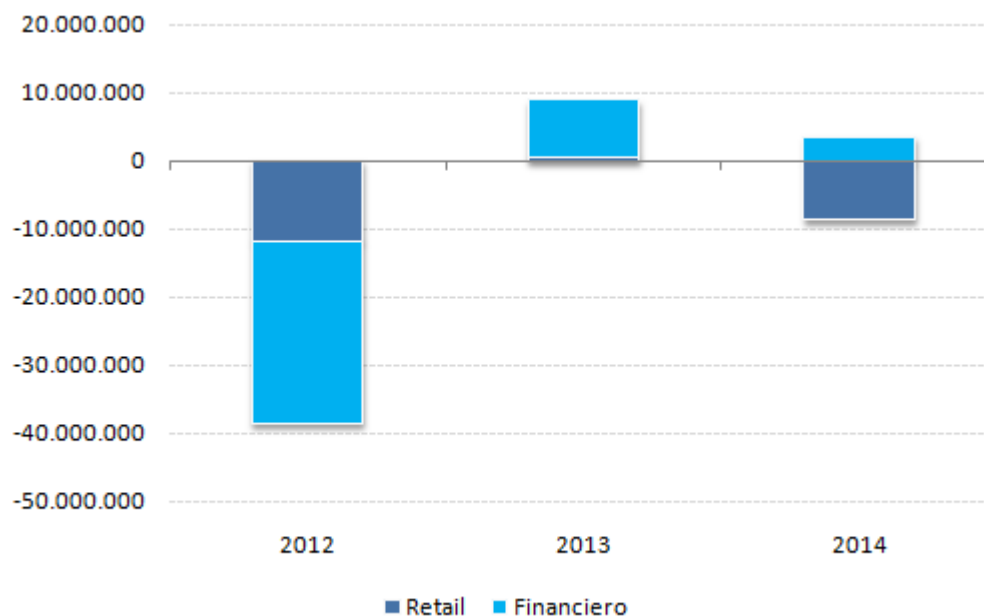


Ilustración 2
Evolución del EBITDA según segmento de negocio
(Miles de pesos. 2012-2014)



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. En mayo de 2012 la compañía llegó a acuerdo con el SERNAC respecto al tratamiento que la compañía le daría a los clientes que hayan sido repactados unilateralmente, regulando las indemnizaciones y beneficios que la empresa le daría a este grupo de clientes.

Convenio judicial y otros acuerdos

El directorio presentó un Convenio Judicial Preventivo a la Junta de Acreedores, el que fue aceptado el 7 de noviembre de 2011. Este acuerdo tenía como objeto disponer de la flexibilidad requerida para estabilizar la empresa en los próximos años.

El acuerdo estableció que la deuda financiera, ascendiente en ese entonces a \$ 422 mil millones, deuda que debía capitalizarse al momento del cumplimiento del aumento de capital. Esto sucedió en octubre de 2012, así la deuda alcanzó un nuevo valor de \$445 mil millones (el 44% como deuda *senior* y el 56% como deuda *junior*).

La deuda *senior* se pagaba 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 paga sin intereses, en una sola cuota en 2032.

Además, se procedió a reestructurar los pasivos financieros, obteniéndose un nuevo valor de deuda a valor justo por \$174 mil millones.

Reestructuración de la deuda financiera

El primero de septiembre de 2014, la junta de acreedores de la sociedad acordó la modificación del Convenio Judicial Preventivo. En ella, se aprobó la emisión de un bono convertible en acciones (Serie H) por un monto de \$163.633 millones con un vencimiento único al 2113, sin intereses ni reajustes. La emisión de 1.997.235.044 acciones contempla la dilución en un 66,67% de los actuales accionistas.

Los contratos de los Bonos serie F, G, deuda Senior y Junior no canjeada fueron modificados para ser prepagados parcialmente con el bono convertible (Serie H). El remanente de estos bonos (Serie F, G, deuda Senior y Junior no canjeada) serán pagados en un solo cupón sin intereses ni reajustes el 31 de diciembre de 2113.

El bono Serie H contemplaba un plazo de opción preferente de 30 días en el que fue ofrecida a los actuales accionistas de **La Polar**, periodo que finalizó el 27 de enero de 2015 y que recaudó \$1.372.732.

Tras ese periodo, el 6 de febrero de 2015, se llevó a cabo prepago parcial de la deuda del Convenio Judicial Preventivo. De esta manera, se destinó el 80% de los bonos convertibles a prepagar el bono Serie F y la deuda Senior no canjeada, y el 20% restante a prepagar el bono G y la deuda Junior no canjeada.

De esta manera, los efectos de la reestructuración de la deuda financiera implican un cambio en el balance consolidado de **La Polar** a contar del primer trimestre de 2015. Los pasivos financieros, que a diciembre de 2014 finalizaron en \$230.175 millones, disminuirían a \$46.721 millones; el pasivo total de la compañía quedaría en \$190.577 millones (el que a fines de 2014 era de \$366.031 millones). Mientras que el patrimonio de **La Polar**, que en el ejercicio finalizado en 2014 era negativo por un monto igual a \$19.157 millones, pasaría a una cifra positiva igual a \$156.297 millones.

Desarrollo actual de La Polar

Comportamiento cartera crediticia

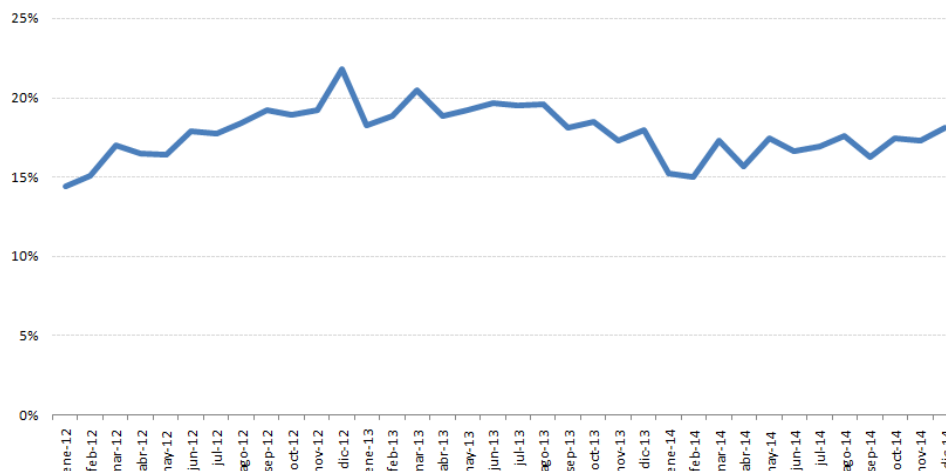
A diciembre de 2014 la cartera bruta (incluyendo la cartera repactada y unilateral) de deudores por tarjeta de crédito de la compañía alcanzaba los \$143.927 millones, un 19,5% inferior a la de 2013. La cartera bruta de 2014, se desglosaba en un 75,8% en clientes normales sin repactación, 16,5% con algún tipo de repactación no unilateral y 7,7% cartera con repactación unilateral. Del total de las colocaciones brutas, un 79,2% se encuentra al día (cifra que a 2013 era de 80,1%), mientras que aquella con mora mayor a 91 días representa un 6,9% de las colocaciones (igual porcentaje en 2013).

Ilustración 3
Comportamiento de la cartera bruta
(2012-2014)



Por su parte, la tasa de pago, según los datos enviados por el emisor, a agosto 2011 alcanzaba a 13%, se ha incrementado, situándose en niveles iguales a 22% en diciembre de 2012, manteniéndose durante 2013 en valores superiores al 17%, mientras que durante 2014 ha fluctuado entre un 15% y 18%.

Ilustración 4
Evolución de la tasa mensual de pago
 (Enero 2012- diciembre 2014)



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 **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 2014 la compañía registra alrededor 531 mil tarjetas con saldo vigente.

A su vez, durante el segundo trimestre de 2015, la compañía comenzó a operar la tarjeta de crédito en alianza con Visa.

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.

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, 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. 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.

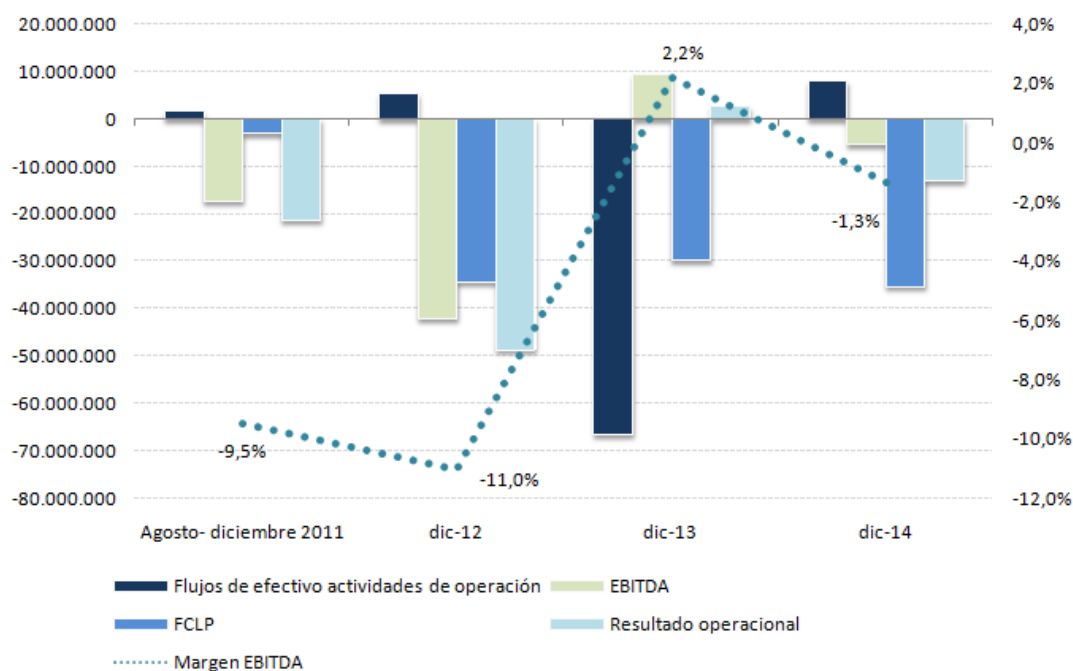
El Comité de Directores supervisa de manera directa todos los eventos de riesgo que sean detectados por las unidades de control interno de la empresa, a través de reuniones semanales o quincenales.

Análisis financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos de **La Polar** totalizaron \$392.639 millones durante 2014, una disminución de 1,6% respecto de 2013. Los costos de venta y los gastos de distribución y administración subieron un 1,3% y 3,8%, respectivamente. De esta manera, la compañía revirtió los resultados positivos de 2013, generando un EBITDA negativo por \$5.157 millones y un Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) negativo por \$35.343 millones. Cabe señalar, que la compañía logró un flujo de efectivo de la operación positivo por \$7.981 millones, el que fue superior el flujo negativo obtenido en 2013 por \$63.188 millones, pero esto se debió a las menores colocaciones financieras, tal como se muestra en la Ilustración 5.

Ilustración 5
Evolución del flujo de efectivo de la operación, FCLP y EBITDA
 (M\$. 2011-2014)



Evolución del endeudamiento y la liquidez

El Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) ha registrado valores negativos incluyendo el cierre de 2014, así el endeudamiento relativo a este indicador se ha situado bajo cero durante estos años.

Cabe señalar, que la deuda financiera, tras la reestructuración, quedaría en \$46.721 millones, la que a diciembre de 2014 llegaba a \$230.175 millones; así el pasivo total de la compañía se reduciría a \$190.577 millones. Mientras que el patrimonio de la compañía subiría desde el valor negativo con que cerró 2014, igual a \$19.157 millones, a \$156.297 millones (tal como se muestra en la Ilustración 6). Aun así, el endeudamiento relativo continuaría siendo afectado por el flujo negativo de la compañía, con una relación deuda financiera sobre EBITDA igual a -8,7³ veces (la que a diciembre de 2014 era de -42,8) y donde la relación deuda financiera sobre FCLP sería de -3,0 veces (cifra igual a -6,5 veces), tal como se muestra en la Ilustración 7.

Sin embargo, la nueva estructura financiera de **La Polar** llevaría a *ratios* más saludables la relación pasivo exigible sobre patrimonio, pasando de un ratio de -19,1 veces, a diciembre 2014, el que llegaría a 1,2 veces (ver Ilustración 8).

³ Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a diciembre de 2014.

Ilustración 6
Evolución del patrimonio total, EBITDA, FCLP y deuda financiera
(M\$. 2011-2014)

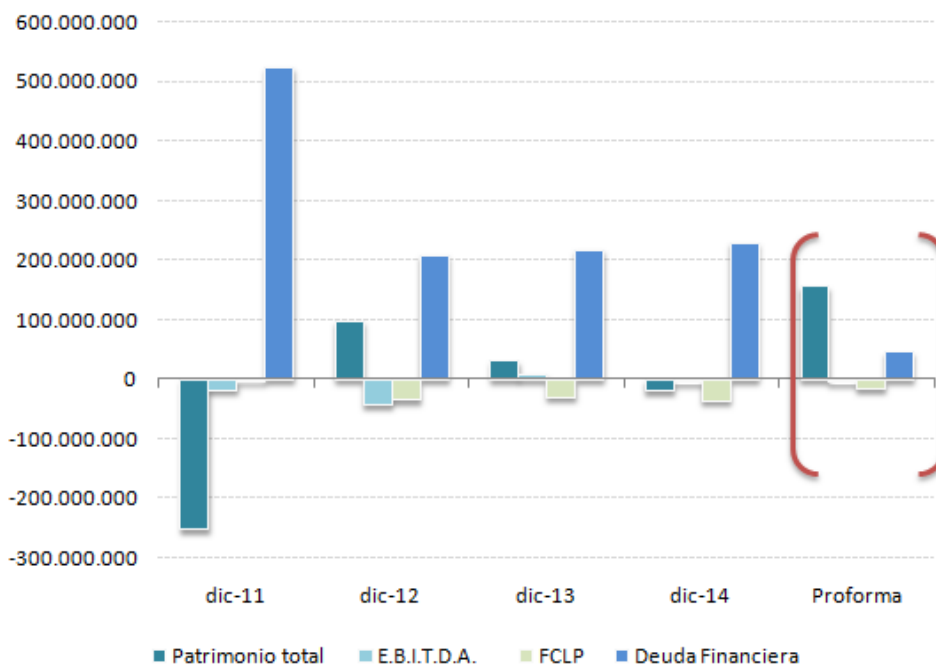


Ilustración 7
Evolución deuda financiera sobre FCLP y EBITDA
(Veces. 2011-2014)

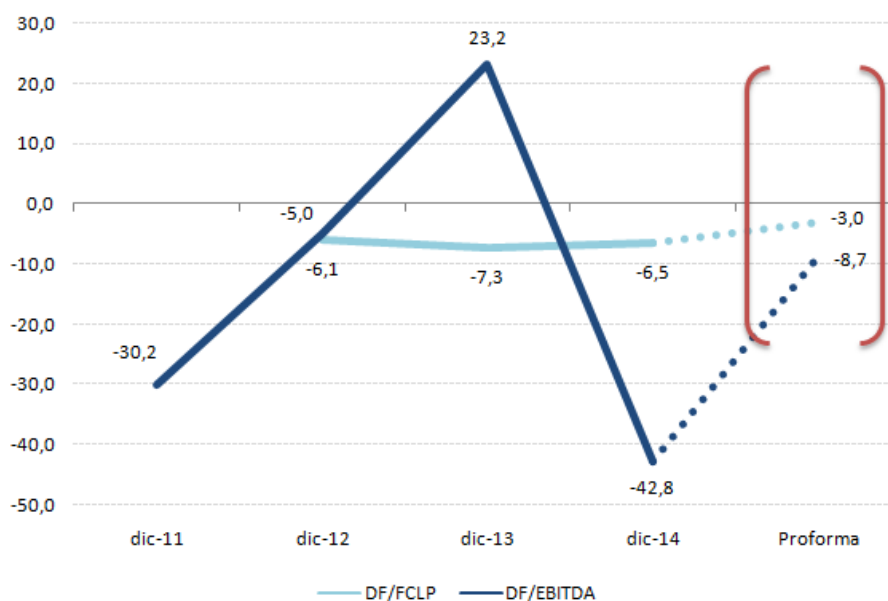
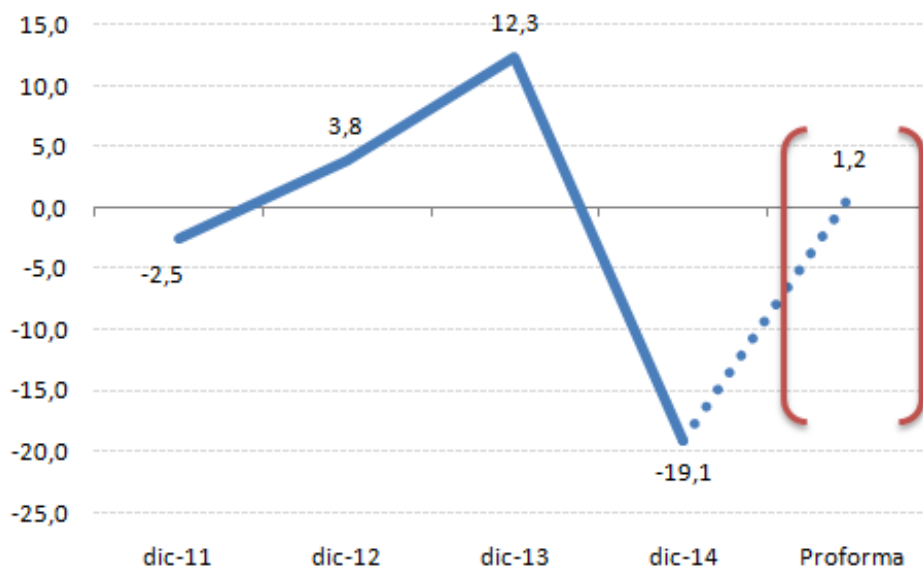


Ilustración 8
Evolución pasivos exigibles sobre patrimonio
(Veces. 2011-2014)

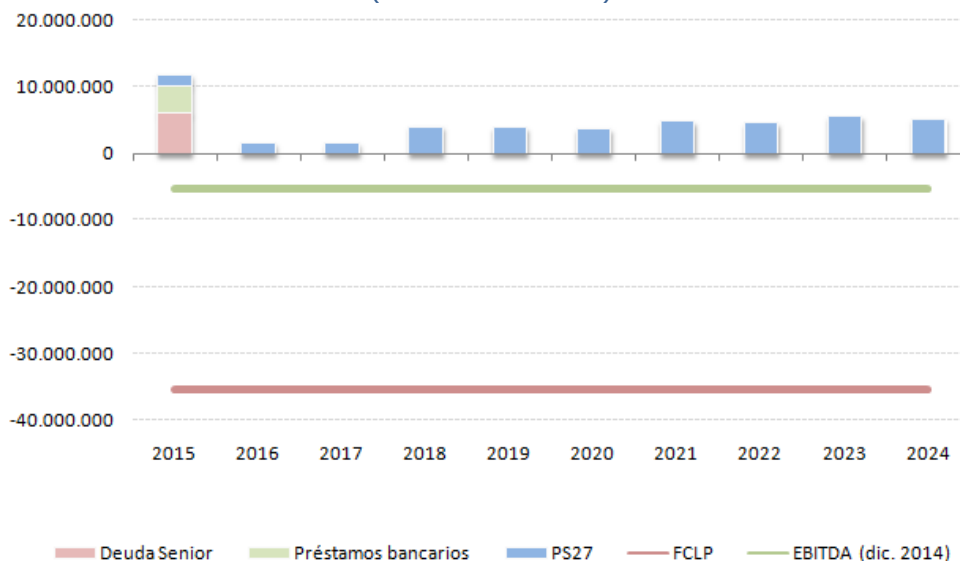


Calendario de vencimientos

A continuación se presentan los pagos anuales contemplados tras el refinanciamiento de pasivos.

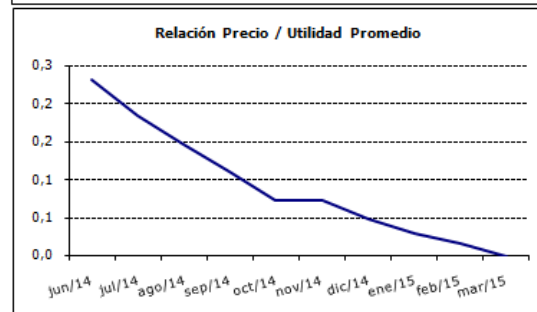
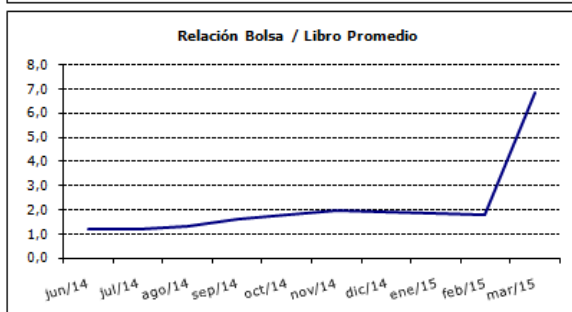
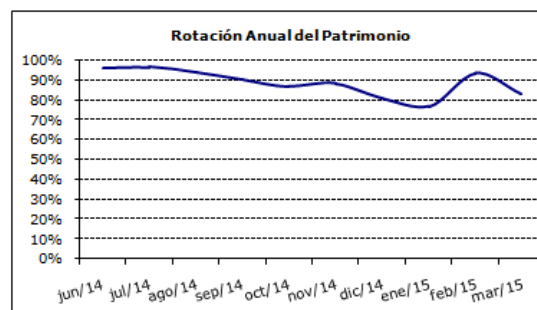
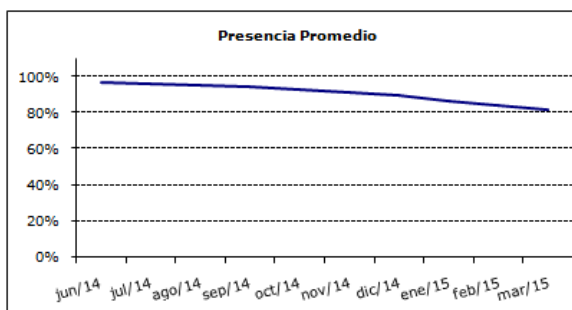
La carga financiera anual de la compañía se ve bastante reducida y sólo debe hacer frente a los préstamos bancarios corrientes y el patrimonio separado N° 27. Sin embargo, es posible apreciar que para todo el perfil de vencimientos que tiene la empresa, la generación de EBITDA ni de FCLP son capaces de cubrir los pagos anuales del emisor.

Ilustración 9
Evolución perfil de vencimientos
 (Veces. 2011-2014)



Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y de rotación anual del patrimonio. Además se muestra la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro:



"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."