

Ratings

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia / Bonos	B-	Confirmación	Estable	Confirmación	General de empresas; Metodología de clasificación de bienes de consumo
Efectos de comercio	N4/B-	Confirmación	Estable	Confirmación	Criterio: Relación entre clasificaciones de riesgo de corto y largo plazo
Títulos accionarios	Segunda Clase	Confirmación	N/A	Confirmación	Títulos accionarios de sociedades anónimas

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en categoría B- con tendencia estable**, la solvencia y bonos de EMPRESAS LA POLAR S.A. (en adelante LA POLAR, la compañía o la sociedad). La línea de efectos de comercio, por su parte, **se ratifica en categoría N4/B-, tendencia estable** y en **Segunda Clase** los títulos accionarios nemotécnico NUEVAPOLAR.

La ratificación de la clasificación se sustenta en la fortaleza de la marca y participación de mercado, en la diversificación, economías de escala/tamaño relativo y en la situación financiera de la compañía. Al respecto:

- **Fortaleza de la marca y participación de mercado:** Si bien LA POLAR es una marca con cierto reconocimiento en el mercado, los niveles de lealtad del consumidor aún son limitados (sobre todo aquellos que no son tarjetahabientes), con niveles inferiores de satisfacción de calidad y valor percibidos respecto al mercado, focos sobre los cuales estuvo trabajando la compañía durante el último año, y que en la actualidad continúa gestionando.

Las ventas, por su parte, presentan un rendimiento moderado a través de los años, creciendo sólo 2% (CAGR₂₀₁₂₋₂₀₁₇), influido, en parte, por el bajo dinamismo del consumo en los últimos períodos y por el crecimiento muy paulatino del negocio financiero (en línea con las capacidades de obtención de financiamiento por parte de la administración, lo que sería apoyado los próximos períodos vía inyección de capital).

- **Diversificación:** Las ventas de la compañía están segmentadas en el negocio retail y financiero, existiendo una cartera de productos de razonable diversidad. La presencia geográfica, por su parte, abarca a la Región Metropolitana (12 locales) y ciudades ubicadas entre Iquique y Punta Arenas (26 locales en regiones).

- **Economías de escala/tamaño relativo:** En opinión de ICR, si bien EMPRESAS LA POLAR tiene un tamaño relativo razonable, esto no impacta significativamente en el poder de abastecimiento de productos, en el sentido que estos provienen de un gran número de proveedores que a su vez abastecen a un número considerable de retailers. Durante el último año se hicieron avances respecto a este ámbito mediante el inicio de operaciones de su primera oficina en

China, lo que le permite acceder de forma directa a un mayor espectro de proveedores.

LA POLAR mantiene un tamaño y una estructura de costos tal, que permite realizar campañas de marketing de tamaño razonable, aun cuando los fondos destinados a este ítem estuvieron reducidos tras el lineamiento hacia el ahorro en costos de la empresa.

- **Situación financiera:** Desde diciembre de 2012 hasta marzo de 2018, la compañía disminuyó su deuda financiera ajustada por gasto en arriendo desde \$346.991 millones hasta \$245.496 millones, lo que está influido por la reestructuración financiera materializada por la empresa durante 2015 y que permitió reducir significativamente sus pasivos financieros.

Los vencimientos que tiene la compañía para los próximos doce meses indican que LA POLAR tendría la capacidad para dar cumplimiento a sus obligaciones en los plazos y condiciones estipuladas, aun cuando el EBITDA a marzo de 2018 disminuyó respecto al mismo período del año anterior. En opinión de ICR, si bien la compañía ha mostrado cierta mejora de resultados en algunos períodos, la variación no es lo suficientemente significativa como para impactar de manera favorable en su clasificación de riesgo actual.

La inyección de capital, por su parte, si bien sería una fuente de recursos frescos para esta empresa, no impactaría inicialmente en la clasificación de riesgo de LA POLAR, sino que dependerá del impacto que esta fuente de liquidez tenga sobre la mejora operacional de la empresa. Así, en la medida que este flujo permita potenciar sus negocios (sin deteriorar el riesgo de su cartera), podría impactar positivamente en su clasificación de riesgo.

Adicionalmente, ICR destaca el apoyo explícito que los accionistas mayoritarios le están entregando a esta compañía que se está evidenciando mediante la aprobación de inyección de capital, reestructuración del equipo ejecutivo y participación activa como directores de la empresa.

Para el caso de EMPRESAS LA POLAR, la evaluación del riesgo del negocio, indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría BB. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero indica que mantiene una fortaleza financiera por el momento, "Débil".

Antecedentes de la Compañía

1. Antecedentes generales

La compañía participa en la industria de retail, compitiendo principalmente en los segmentos socioeconómicos C3-D, y apoyado por el negocio de retail financiero, según el siguiente detalle:

Negocio	Formato	Principales características
Retail	LA POLAR	38 tiendas equivalentes a 155.800 m ² de sala de venta.
Retail financiero	Tarjetas cerradas (LA POLAR y Blanc LA POLAR) y tarjeta abierta (Visa LA POLAR)	Financiamiento de: (i) ventas realizadas en tiendas; (ii) compras en comercios asociados; (iii) avances en efectivo; (iv) promociones exclusivas asociadas a la tarjeta; (v) intermediación de pólizas de seguros para los clientes.

Tabla 1: Principales características de los negocios al 31 de marzo de 2018.

(Fuente: Elaboración propia con información de análisis razonado y memoria anual 2017)

Si bien LA POLAR no tiene un controlador (según lo señalado en la Ley N° 18.045 sobre el Mercado de Valores), el mayor porcentaje de propiedad lo mantiene la familia Vial, quienes han ido incrementando su participación en la empresa de retail en los últimos años, y participan activamente como directores de la compañía. A junio de 2018 los doce mayores accionistas son:

Accionistas	
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	38,25%
Banchile C. de B. S.A.	6,43%
Bolsa de Comercio de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	4,78%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	3,57%
Valores Security S.A. C. de B.	3,55%
AFP Habitat S.A. para Fondo Pensión C	2,91%
Santander Corredores de Bolsa Limitada	2,91%
Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa	2,72%
AFP Habitat S.A. Fondo Tipo B	2,54%
BCI C. de B. S.A.	2,27%
Nevasa S.A. Corredores de Bolsa	2,15%
GT Inversiones S.A.	2,09%
Total 12 mayores accionistas	74,17%

Tabla 2: Estructura de propiedad a junio de 2018.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

En febrero de 2018 finalizó el proceso de canje de acciones iniciado en febrero de 2015. El proceso implicó que el saldo inicial de acciones suscritas y pagadas se incrementara 199,4%, convirtiéndose los tenedores de bonos locales en accionistas de la empresa.

La compañía es administrada por un directorio compuesto por siete miembros que son elegidos para ejercer su cargo por un período de tres años, pudiendo ser reelegidos indefinidamente en los procesos de elección de directorio. La última designación de directorio se llevó a cabo en abril de 2017, quedando presidido por Leonidas Vial Echeverría. El comité de directores, por su parte, quedó conformado por Gonzalo de la Carrera y Sergio Guzmán como directores independientes, y por Manuel Vial como director no independiente.

Directorio	
Leonidas Vial Echeverría	Presidente
Manuel Vial Claro	Vicepresidente
Anselmo Palma Pfozter	Director
Sergio Guzmán Lagos	Director
Gonzalo de la Carrera Correa	Director
Fenando Delfau Vernet	Director
Felipe Baraona Undurraga	Director

Tabla 3: Directorio.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

En junta extraordinaria de accionistas de fecha 19 de abril de 2018 se aprobó aumentar el capital social de la compañía en \$40.000 millones. Durante este año debería materializarse la inyección de flujo por una fracción cercana al 50% del monto total aprobado, cuyos fondos serían destinados a potenciar los negocios de la empresa, sobre todo retail financiero.

Respecto a la administración de LA POLAR, durante los últimos años se ha renovado gran parte de la plana de gerentes, incorporando ejecutivos que le proporcionen competitividad, consolidación y rentabilidad a la empresa.

2. Política de crédito y cobranza

Respecto a las políticas de crédito y cobranza, la originación de créditos para clientes nuevos y antiguos se rige por una política de otorgamiento de crédito. Para el caso de clientes nuevos, esta política establece los requisitos básicos de riesgo que deben cumplir los solicitantes, los tipos de créditos a los cuales pueden optar y los lineamientos de asignación de cupos para cada segmento de cliente.

Todas las solicitudes son evaluadas por un motor de decisiones que aprueba, rechaza o deriva a zona de análisis, la apertura y otorgamiento de la tarjeta.

En el caso de clientes antiguos, las propuestas de ajustes de cupos se definen de acuerdo a estudios estadísticos del área de inteligencia de riesgo (que incluyen el comportamiento externo e interno, por ejemplo). Los ajustes no pueden superar el 30% del cupo vigente. Se define una matriz donde los mejores clientes optarán hasta el máximo de aumento posible, y los neutros o de bajo puntaje no optarán a incremento. Segmentos de clientes específicos podrán tener porcentajes distintos de incrementos, según definición de la gerencia de riesgo.

La compañía mantiene un modelo de provisiones que fue modificado durante el año 2016, variando desde un modelo *roll rate* a uno de regresión logística, que corresponde a un modelo basado en una probabilidad por cliente, obtenida por medio de una regresión que incluye variables predictivas en base a su nivel de significancia a nivel demográfico y de comportamiento. Este modelo considera una probabilidad

de pérdida de 100% sobre los 90 días, al que se le descuenta el recupero esperado en estos tramos.

A partir de enero de 2018 entró en vigencia IFRS 9 (Instrumentos Financieros), que incluye nuevos requerimientos para la clasificación y medición del riesgo de la cartera, introduciendo un modelo más prospectivo de pérdidas crediticias esperadas para la contabilidad del deterioro y un enfoque sustancialmente reformado para la contabilidad de coberturas.

Según información publicada por LA POLAR en sus estados financieros a marzo de 2018, luego de la evaluación del impacto de IFRS 9 la compañía registró un efecto negativo en patrimonio de \$13.626 millones y un mayor stock de provisiones de \$18.577 millones. Lo anterior significa adoptar una política de provisiones más conservadora, aun cuando el riesgo del negocio no se ha visto deteriorado.

La Industria

Las ventas del comercio minorista en la Región Metropolitana han presentado ciclos relevantes en la última década, existiendo períodos de contracción claramente definidos (como el de 2008) y con expansiones relevantes (como la de 2010), ambos coincidiendo con la etapa pre y post crisis subprime, respectivamente.

Variación anual ventas comercio minorista (%)

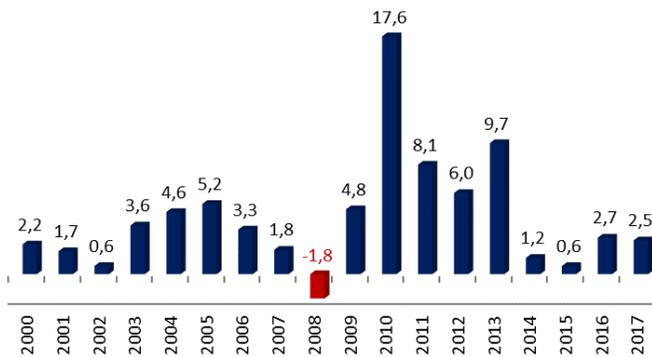


Gráfico 1: Variación anual ventas comercio minorista, Región Metropolitana. (Fuente: Elaboración propia con información de boletín mensual Cámara Nacional de Comercio, Servicio y Turismo de Chile (CNC), diciembre 2017)

A partir de 2013 comenzó una clara disminución de los crecimientos en las ventas del comercio minorista, con ciertas categorías mayormente expuestas como muebles, por ejemplo, la que a mayo de este año continuaba presentando contracciones en sus ventas (-1,4% durante enero-mayo 2018 respecto al mismo período del año anterior).

Las cifras de 2017 muestran un cuarto año consecutivo de débil crecimiento de las ventas del comercio minorista en la Región Metropolitana, en línea con el escenario económico del país, de acuerdo a información publicada por la Cámara Nacional de Comercio.

En relación a la cobranza, el proceso es tercerizado para la mora sobre 30 días. Para la mora *light* (1 a 30 días) existe un *call center* interno para gestionarla.

Respecto a las renegociaciones, la tasa de interés que se utiliza para los productos financieros se fija mensualmente y es definida por la subgerencia de operaciones de retail financiero. Los tipos de renegociaciones pueden ser renegociación de deuda morosa o renegociación de deuda total, necesitándose para ambos casos una solicitud formal y un abono inicial.

En relación a los castigos, la política de LA POLAR es castigar el total de la deuda de un cliente cuando una cuota cumple 181 días de mora.

Variación ventas comercio minorista, por categoría (%)

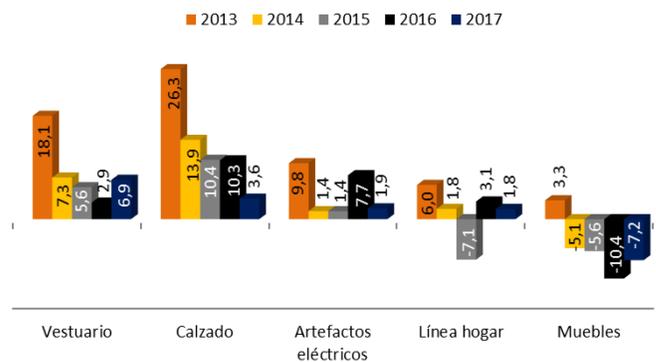


Gráfico 2: Variación anual ventas comercio minorista, Región Metropolitana, por categoría (excluye la categoría supermercado).

(Fuente: Elaboración propia con información de boletín mensual Cámara Nacional de Comercio, Servicio y Turismo de Chile (CNC), diciembre 2017)

Las cifras de 2018, por su parte, acentúan el débil desempeño del sector durante los dos primeros meses del año, al presentar decrecimiento de 2,2% en enero y nulo crecimiento en febrero, impactado por la alta base de comparación, especialmente en la línea de artefactos eléctricos, vestuario y calzado, dado el alto flujo de argentinos durante el verano de 2017.

En marzo de este año, por su parte, las ventas del comercio minorista en la Región Metropolitana registraron un crecimiento de 7,7%, lo que representa la mayor cifra de los últimos 18 meses. Finalmente, en los meses de abril y mayo el comercio volvió a presentar débil desempeño (medido en términos de locales equivalentes) con variación positiva de sólo 1,5% en abril y decrecimiento de 0,9% en mayo. En abril, se presentaron dos días hábiles adicionales, pero un día sábado menos res-

pecto al mismo período del año anterior, lo que influyó en el bajo crecimiento del sector. En mayo, por su parte, hubo dos feriados entre semana y un día hábil menos que el mismo mes del año anterior. Adicionalmente, las ventas online materializadas en el *CyberDay* trasladaron las ventas desde el canal tradicional al canal online.

En términos trimestrales, se observa que en 2017 el comercio fue disminuyendo progresivamente conforme avanzaban los trimestres, donde diciembre cerró con un muy bajo nivel de crecimiento, impactado, en parte, por el cierre del comercio el domingo previo a navidad (elecciones municipales). A lo anterior se suma que algunas categorías (como vestuario, calzado y electrónica) se vieron afectadas por la menor llegada de turistas respecto a los períodos anteriores.

Durante el primer trimestre de este año, por su parte, el comercio minorista de la región metropolitana creció 1,9% producto de la recuperación de la línea hogar y el menor decrecimiento de la categoría muebles.

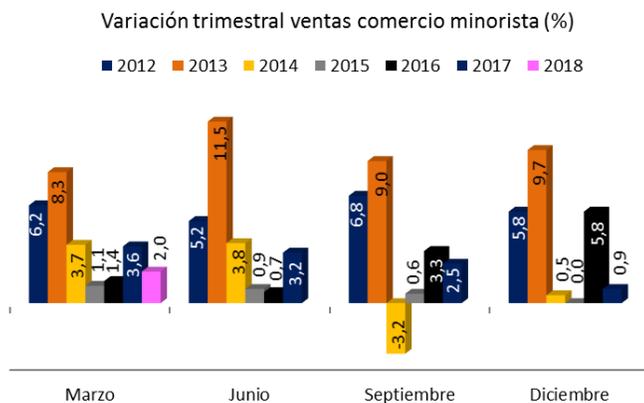


Gráfico 3: Variación trimestral ventas comercio minorista, Región Metropolitana. (Fuente: Elaboración propia con información de boletín mensual Cámara Nacional de Comercio, Servicio y Turismo de Chile (CNC), marzo 2018)

El bajo crecimiento económico del país el último año, estuvo mitigado, en parte, por la mayor venta automotriz, mientras que los bienes no durables continúan mostrando debilidad en sus ventas, lo que, según información publicada por CNC, se ha reflejado en el mayor nivel de promociones llevadas a cabo por el sector retail durante los últimos meses.

Para Chile, el comercio es relevante dada su contribución al PIB total, la que por varios años ha estado por sobre el 9% (9,6% durante el primer trimestre del año 2018). Adicionalmente, es el reflejo del comportamiento del consumidor chileno y de la necesidad de adecuarse a las nuevas tendencias, de modo de no perder competitividad dentro de la industria. Así, desde hace algunos años las empresas retail se han visto en la necesidad de reenfocar su negocio, de modo tal de satisfacer los cambios de hábitos de sus clientes.

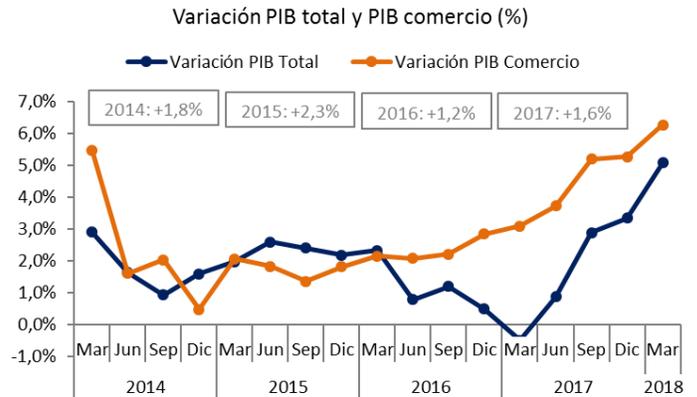


Gráfico 4: Variación trimestral producto interno bruto y del comercio. Volumen a precios del año anterior encadenado, desestacionalizado, referencia 2013. (Fuente: Elaboración propia con información de Banco Central)

De esta manera, el mayor uso de tecnología para desarrollar el comercio ha adquirido relevancia. Lo anterior no sólo para complementar el canal de ventas tradicional con el canal online (lo que en términos de ventas continúa representado una proporción menor), sino que para mejorar los márgenes de las empresas. Por ejemplo, mediante la disminución de vendedores por metro cuadrado (potenciando fuertemente la autoatención en tiendas), o para la gestión eficiente de los centros de distribución y despacho de los productos.

El comercio electrónico propiamente tal se ha impulsado, en parte, gracias al nivel de bancarización o, en su defecto, por el acceso al crédito otorgado por las propias casas comerciales. Ello implica que las empresas de retail además de enfrentar riesgos relacionados con la sensibilización a la actividad económica, regulación, clima y competitividad, enfrenten contingencias adicionales que se relacionan con el riesgo de crédito y la correcta implementación y uso de la tecnología.

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por LA POLAR.

Principales riesgos	Principales mitigadores aplicados por LA POLAR
Riesgo de crédito.	<ul style="list-style-type: none"> Políticas crediticias definidas y restrictivas de acuerdo al segmento de cliente en el que califique el deudor. Lo anterior se vuelve relevante considerando el segmento objetivo al que apunta LA POLAR (C3-D).
Sensibilidad a la actividad económica y segmento objetivo.	<ul style="list-style-type: none"> Sin mitigador específico. Este riesgo se evalúa en forma continua de manera de reaccionar oportunamente a cambios en las condiciones del mercado.
Riesgos regulatorios.	<ul style="list-style-type: none"> Sin mitigador específico. Se evalúa caso a caso cuando ocurren las contingencias no anticipables.
Competencia.	<ul style="list-style-type: none"> Concentración en la cartera de clientes de mejor comportamiento. Otorgamiento de la tarjeta de crédito abierta a un segmento específico de clientes.

Tabla 4: Principales riesgos del negocio y mitigadores de LA POLAR. (Fuente: Elaboración propia con información de LA POLAR)

A pesar que muchos de los riesgos tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía. Así, si bien toda la industria se encuentra afectada a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener

en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo del negocio de la compañía,

en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

FORTALEZA DE LA MARCA

En opinión de esta clasificadora, la industria a la que pertenece EMPRESAS LA POLAR corresponde a un mercado con relativamente altas barreras de entrada, originadas por una imagen de marca importante, además de eficiencias operacionales y canales de distribución sólidos, aspectos básicos para mantenerse en la industria dentro de los actores relevantes.

control de la morosidad respecto a algunos retailers con público objetivo C3-D (aun cuando al primer trimestre de este año la cartera total al día disminuyó respecto al mismo trimestre del año anterior impactada tanto por la cartera repactada como no repactada).

Si bien LA POLAR es una marca moderadamente reconocida (cuarto lugar en el *top of mind* de la industria, según información de la empresa), los niveles de lealtad del consumidor aún son limitados (sobre todo aquellos que no son tarjetahabientes), con niveles inferiores de satisfacción de calidad y valor percibidos respecto al mercado, cuyo objetivo principal es mejorar la confianza de los consumidores.

Precisamente, para mejorar el posicionamiento de la marca, durante el 2017 LA POLAR puso fuerte foco en la mujer por su influencia en las decisiones de compra y sumó un nuevo rostro televisivo, manteniendo su razonable inversión en marketing.

Las ventas de la compañía presentan un rendimiento moderado a través de los años, creciendo sólo 2% (CAGR₂₀₁₂₋₂₀₁₇), pero evidencia mejor

Composición ingresos - LA POLAR (MM\$)

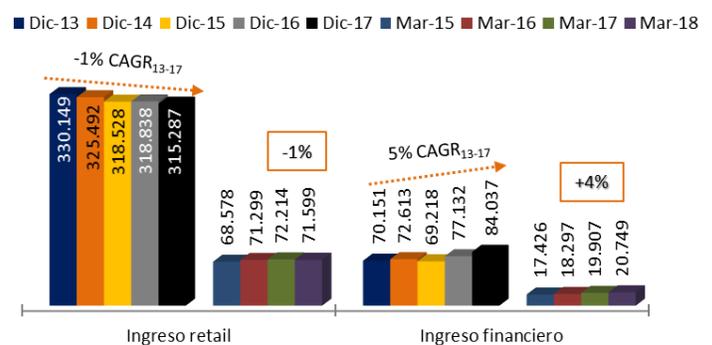


Gráfico 5: Composición ingresos.

(Fuente: Elaboración propia con información de análisis razonado)

PARTICIPACIÓN DE MERCADO

LA POLAR es un retailer con una adecuada participación de mercado, situándose dentro de los primeros competidores del nicho de mercado que abarca los segmentos C3-D. A nivel nacional, su participación de

mercado está cerca del 7%, medido sobre ingresos de venta retail y durante el año 2017 la empresa logró recuperar *market share* en las líneas duras producto de campañas de marketing específicas.

ECONOMÍAS DE ESCALA / TAMAÑO RELATIVO

En opinión de ICR, si bien LA POLAR mantiene un tamaño relativo razonable, posee un limitado poder de compra de productos, en el sentido que estos provienen de un gran número de proveedores que a su vez abastecen a un número considerable de retailers. No obstante, durante el último año se hicieron avances respecto a este ámbito mediante el inicio de operaciones de la primera oficina en China, lo que le permite acceder de forma directa a un mayor espectro de proveedores.

cuando los fondos destinados a este ítem estuvieron reducidos los años anteriores tras el lineamiento hacia el ahorro en costos de la empresa.

LA POLAR mantiene un tamaño y una estructura de costos tal, que permite realizar campañas de marketing de tamaño razonable, aun

Así, algunos focos de ahorro en costos han sido la disminución de la dotación en tiendas por medio de la autoatención, reestructuración de los procesos de carga y despacho a tiendas, mejoras en el *packaging* desde el origen, cambio de contratos a través de firma digital, modernización de todos los POS distribuidos, entre otros.

En opinión de esta clasificadora, la compañía tiene limitada influencia para fijar precios sin que se alteren los volúmenes de venta. Por las

características de la industria a la que pertenece, tanto en el sector vestuario como en electro se producen guerras de precios que afectan las unidades vendidas, lo que se va evidenciando cada cierto período en la industria.

Respecto al uso de tecnología, se estima que por el momento la compañía mantiene una capacidad menos que adecuada para implementar y beneficiarse de tecnologías más recientes, respecto a sus competidores. A pesar de lo anterior, existe un enfoque hacia la importancia

que tiene la tecnología para el negocio y para operar con un mayor grado de eficiencia.

En relación a la distribución de los productos, la compañía mantiene canales de distribución satisfactorios, con enfoque en la rapidez de distribución con las menores mermas posibles. Además, en logística se han realizado mejoras en temas de transporte marítimo, bodegaje y reprocesos de productos, eliminándose con ello costos adicionales relevantes para la compañía.

DIVERSIFICACIÓN

Las ventas de la compañía están segmentadas en el negocio retail y financiero, existiendo una cartera de productos de razonable diversificación, con foco en marcas propias en algunas líneas (como vestuario y muebles) y en líneas tecnológicas.

Respecto a la presencia geográfica, LA POLAR tiene exposición a diferentes regiones, a través de sus 26 tiendas de venta a nivel regional y 12 en la Región Metropolitana.

Dado que la compañía tiene cubierto gran parte del territorio chileno, no se espera que el número de tiendas varíe significativamente al mediano plazo. Sin embargo, dado el plan de eficiencia operacional que tiene en marcha, podrían materializarse reconversiones de tiendas,

con el propósito de aumentar la venta por metro cuadrado con foco en eficiencia.

A pesar de esta diversificación, en opinión de ICR el riesgo del negocio de LA POLAR es más alto que otros retailers dado el mercado objetivo de la compañía (C3-D), que podría impactar directamente en la estructura de la morosidad de la compañía, en contraste con el negocio de otros competidores cuya venta principal corresponde a segmentos socioeconómicos más altos.

Dada la calidad de negocio local, la compañía no tiene exposición a otros países y no tiene acceso a mercados desarrollados o en desarrollo.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

1. Cartera de clientes

Los clientes activos de LA POLAR tuvieron una variación positiva a marzo de 2018 (+3,4%), producto de la mayor captación de clientes mediante campañas de marketing. Lo anterior impactó, en el crecimiento de la cartera bruta (+7,5%), la que por undécimo trimestre consecutivo muestra expansión, tendencia que podría continuar los próximos períodos, conforme se materialice el aumento de capital que la compañía tiene aprobado.

El crecimiento de la cartera se explica, además, por la mayor deuda promedio por cliente, la que a marzo de 2018 llegó a máximos históricos en los períodos de medición (2012-2018). Lo anterior se explica, en parte, por la baja base de comparación producto de lo contraído que ha estado el negocio financiero en los años anteriores, dado el bajo acceso a financiamiento en el mercado para destinar al crecimiento del negocio.

El crecimiento del negocio financiero ha venido acompañado de una tasa de riesgo¹ sin grandes variaciones los últimos años, excluyendo el primer trimestre de 2018 que se vio influido por la entrada en vigencia de IFRS 9, impactando con ello a toda la industria de retail.

Respecto a las repactaciones, dado el segmento de clientes al que apunta la compañía, éstas se encuentran dentro de los parámetros objetivos de la empresa, mientras que los castigos netos aumentaron levemente a marzo de 2018, luego de seguir una tendencia a la baja por nueve trimestres consecutivos.

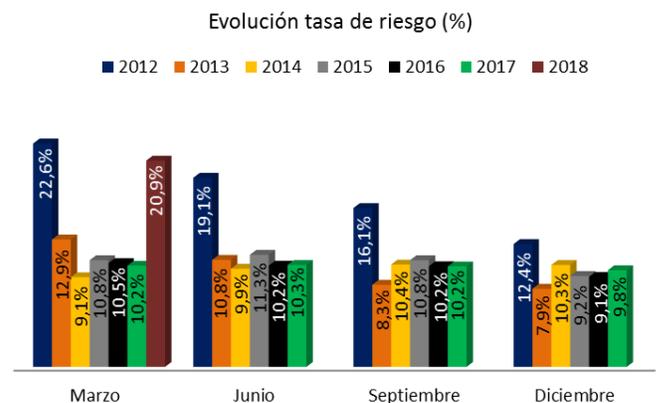


Gráfico 6: Tasa de riesgo trimestral.

(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Negocio financiero	dic-15	dic-16	dic-17	Mar-17	Mar-18
Cientes con deuda (N°)	552.031	540.461	545.720	510.445	527.641
Cartera total bruta (MM\$)	153.632	166.951	178.629	160.652	172.708
Provisión acumulada (MM\$)	14.128	15.205	17.464	16.440	36.036
Cartera vigente o normal (MM\$)	132.206	145.364	155.533	138.694	148.964
Cartera repactada (MM\$)	21.427	21.587	23.096	21.958	23.744
Repactaciones (%)	13,9%	12,9%	12,9%	13,7%	13,7%
Castigos netos (%)	15,6%	13,9%	13,7%	14,4%	15,1%

Tabla 5: Principales antecedentes de la cartera con saldo hasta 180 días.
(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Respecto a la morosidad, la estructura de la cartera total (repactada y no repactada) muestra que, a marzo de 2018 se incrementó la mora entre 30 y 90 días y la deuda vencida (sobre 91 días), disminuyendo, por tanto, la cartera al día y con mora inferior a 30 días. Lo anterior se deriva tanto de la estructura de morosidad de la cartera repactada como de la no repactada, disminuyendo ambas su proporción al día al cierre del primer trimestre de este año.

Morosidad cartera total	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	Ma-17	Ma-18
Al día	79,2%	81,4%	82,1%	79,0%	76,0%	73,7%
1 a 30	7,6%	7,5%	7,3%	8,4%	10,5%	10,9%
31 a 60	3,8%	3,3%	3,2%	3,9%	4,9%	5,3%
61 a 90	2,5%	2,7%	2,5%	2,9%	3,5%	3,8%
91 a 120	2,8%	2,1%	2,0%	2,4%	2,0%	2,4%
121 a 150	2,3%	1,6%	1,5%	1,9%	1,6%	2,0%
151 a 180	1,9%	1,5%	1,3%	1,5%	1,5%	1,8%
Al día y mora light	86,8%	88,8%	89,4%	87,4%	86,5%	84,6%
Mora 30-90	6,3%	6,0%	5,8%	6,8%	8,3%	9,2%
Vencida	6,9%	5,2%	4,8%	5,8%	5,2%	6,2%

Tabla 6: Evolución morosidad con saldo de capital hasta 180 días.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

2. Situación financiera consolidada

A marzo de 2018, los ingresos de LA POLAR se mantuvieron casi sin variación respecto al mismo período del año anterior (-0,8%), producto del mayor ingreso del negocio financiero (+4,2%) que fue contrarrestado parcialmente por la contracción del segmento retail (-0,9%).

El mayor ingreso del negocio financiero se derivó del crecimiento de la cartera (mayor número de clientes con saldo, aumento de la deuda promedio y la mayor colocación de productos financieros).

El menor ingreso del negocio retail, por su parte, estuvo afectado por la baja en líneas de deporte, tecnología y calzado, lo que fue contrarrestado por el mejor rendimiento en las líneas de hogar, niño y belleza mujer. Las ventas de las tiendas equivalentes de LA POLAR (SSS) reflejan la contracción que ha tenido el comercio chileno los últimos períodos, con decrecimientos durante todo el 2017 y primer trimestre de 2018, para el caso de LA POLAR.

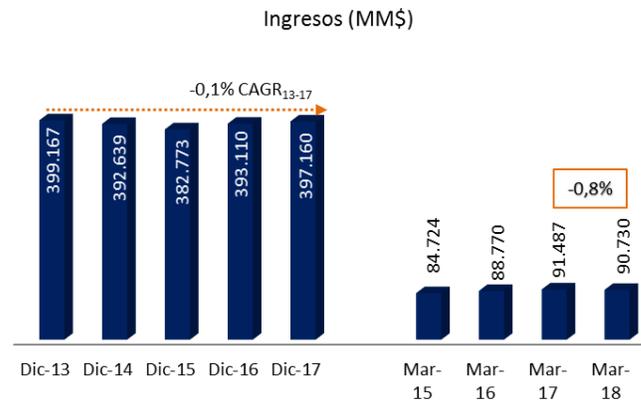


Gráfico 7: Evolución ingresos consolidados.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Respecto al EBITDA², a marzo de 2018 la compañía cerró el trimestre con un EBITDA negativo de \$189 millones, en contraposición con el flujo positivo de \$3.182 millones generados el mismo período del año anterior. Esta variación negativa se derivada del menor EBITDA generado por el negocio retail (-248,8%), lo que no alcanzó a ser contrarrestado por el mayor flujo del segmento financiero (32,4%).

Influyó en la contracción del flujo generado por el negocio retail, la menor venta del segmento y los descuentos realizados durante el trimestre para potenciar el consumo. En el negocio financiero, por su parte, hubo mayor costo derivado de la migración de clientes a tarjeta LA POLAR Visa y por las campañas promocionales realizadas en tiendas y comercios asociados a Transbank.

En consecuencia, el margen EBITDA³ disminuyó desde 3,5% (a marzo de 2017) hasta -0,2% (a marzo 2018) y el EBITDA corregido por gasto en arriendo (EBITDAR)⁴ disminuyó 36,1% en los mismos períodos de medición, con margen EBITDAR⁵ de 7,0% (10,9% a marzo de 2017).

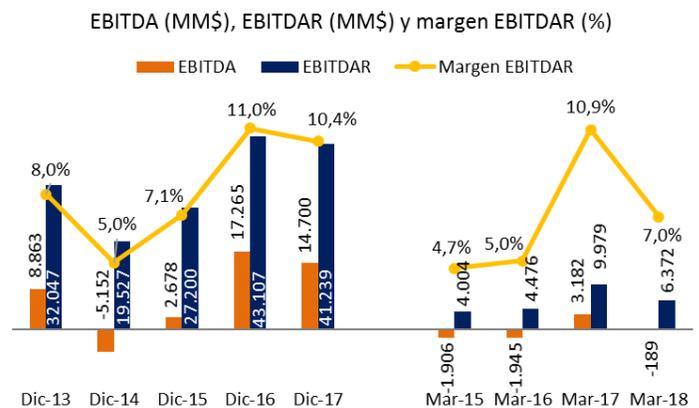


Gráfico 8: Evolución EBITDA, EBITDAR y margen EBITDAR.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

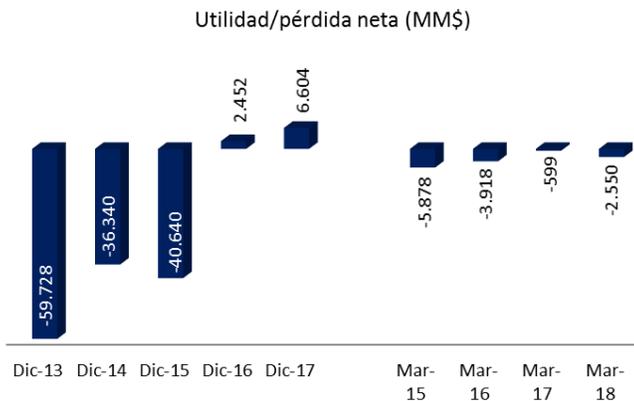


Gráfico 9: Evolución utilidad neta del ejercicio.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Desde diciembre de 2012 hasta marzo de 2018, la compañía disminuyó su deuda financiera ajustada por gasto en arriendo⁶ desde \$346.991 millones hasta \$245.496 millones, lo que está influido por la reestructuración financiera materializada por la empresa durante 2015.

todo, y según estimaciones de ICR, la compañía cubriría sus obligaciones financieras de los próximos 12 meses⁷.

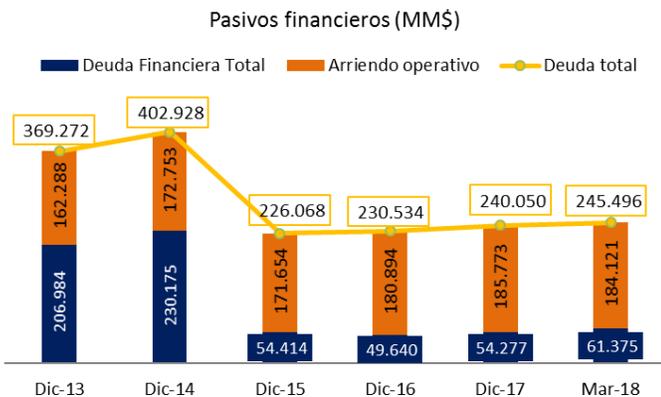


Gráfico 10: Deuda financiera ajustada por gasto en arriendo.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Durante el mes de febrero de este año, finalizó el proceso de conversión del bono serie H emitido por la empresa, lo que implicó que parte de los acreedores pasaron a conformar la nómina de accionistas de LA POLAR. Adicionalmente, en abril de este año la empresa adquirió un nuevo financiamiento por \$8.000 millones a través de un fondo de inversión privado, cuyos fondos fueron destinados al pago de pasivos.

Dada la disminución del EBITDA al primer trimestre de 2018 (anualizado), algunos indicadores se vieron impactados respecto al cierre de 2017. A lo anterior se suma la entrada en vigencia de IFRS 9 que tuvo un impacto negativo en patrimonio por \$13.626 millones, pero que sería compensado luego de materializado el aumento de capital. Con

Indicador (N° de veces)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Mar-18
Endeudamiento total ⁸	12,34	-19,11	1,96	2,02	1,92	2,18
Endeudamiento neto ⁹	11,44	-17,99	1,67	1,79	1,79	2,09
Endeudamiento financiero ¹⁰	6,91	-12,02	0,48	0,45	0,47	0,62
Endeudamiento financiero neto ¹¹	6,01	-10,89	0,20	0,22	0,35	0,53
Cobertura de gastos financieros netos ¹²	0,33	-0,17	0,20	2,62	1,96	1,58
Cobertura de gastos financieros netos corregida ¹³	0,59	0,35	0,70	1,28	1,19	1,11
Deuda financiera neta sobre EBITDA	20,32	-40,51	8,26	1,37	2,71	4,63
Deuda financiera neta ajustada por gasto en arriendo sobre EBITDAR ¹⁴	10,68	19,53	7,12	4,75	5,47	6,29
Razón circulante ¹⁵	1,85	1,87	1,94	2,18	2,11	1,82
Razón ácida ¹⁶	1,50	1,45	1,49	1,70	1,62	1,32

Tabla 7: Principales indicadores utilizados en la clasificación.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

La situación financiera de EMPRESAS LA POLAR podría impactar negativamente en la clasificación de riesgo asignada, toda vez que: (i) la compañía adquiriera un nivel significativo de deuda o; (ii) el negocio no obtuviera los niveles de flujo suficientes como para mejorar los indicadores de deuda actuales. En contraposición, la clasificación de riesgo de LA POLAR podría variar positivamente en la medida que su flujo generado se incremente significativamente respecto a su nivel actual.

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación, por parte de ICR, del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores establecidos en la metodología de industrias de bienes de consumo (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Clasificación de Riesgo del Negocio;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los principales indicadores financieros, establecido en la metodología de industrias de bienes de consumo (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del Riesgo Financiero.

Instrumentos Clasificados

1. Bonos corporativos

La compañía mantiene deuda vigente a través de los bonos series F, G y H, según el siguiente detalle:

	Serie F	Serie G	Serie H
N° de línea	754 (monto fijo)	755 (monto fijo)	796 (convertible en acciones)
Fecha inscripción	07-jun-13	07-jun-13	19-dic-14
Plazo	9,08 años	19,08 años	99
Monto inscrito	\$196.820 millones	UF 11 millones	\$163.633 millones
Monto colocado	\$192.590 millones	\$264.079 millones	\$163.633 millones
Deuda vigente	\$64.105 millones	\$231.958 millones	\$466 millones
Tasa emisión	-	-	-
Vencimiento	31-dic-2113	31-dic-2113	31-dic-2113

Tabla 8: Principales características de las series de bonos.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF y LVA Índices)

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

2. Efectos de comercio

La compañía mantiene vigente la línea de efectos de comercio N° 63 inscrita el 14 de mayo de 2009 por UF 3.000.000, la que no ha sido colocada.

En relación a la clasificación de las líneas de efectos de comercio, existe una relación estándar entre el rating de corto y de largo plazo (solvencia) salvo cuando existan situaciones excepcionales de exceso o falta

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en que la liquidez se encuentre ajustada.

Para el caso de EMPRESAS LA POLAR, la evaluación del riesgo del negocio, esto es fortaleza de la marca, participación de mercado, diversificación y economías de escala, indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría BB. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, corresponde a una fortaleza financiera “baja”, pero que podría ser un factor inductor de un cambio de clasificación, ya sea al alza o a la baja.

de liquidez muy significativa ([Criterio: Relación entre Clasificaciones de Corto y de Largo Plazo](#)).

La correlación entre la clasificación de corto y de largo plazo se debe a que los factores claves que definen el rating son casi idénticos. En primera instancia, riesgos tales como cambios gerenciales, posibles cambios regulatorios y desafíos relacionados a cambios tecnológicos, parecen ser factores de largo plazo que deberían tener poco que ver con la capacidad de la compañía para refinanciar sus obligaciones de efectos de comercio de corto plazo. Sin embargo, la aparición de riesgos de largo plazo puede tener un impacto de corto plazo en la habilidad de la compañía para pagar o refinanciar sus efectos de comercio.

Lo anterior significa que, considerando que la compañía mantiene una clasificación de solvencia de B-, sus instrumentos de corto plazo califican en Nivel 4 o N4.

3. Títulos accionarios

Respecto a los títulos accionarios, la compañía mantiene en circulación acciones nemotécnico NUEVAPOLAR, los cuales mantienen una presencia bursátil de 96,85% (promedio de los últimos doce meses, correspondientes a los períodos comprendidos entre agosto de 2017 y julio de 2018). El *floating* del papel, por su parte, ha ido disminuyendo los últimos períodos en la medida que Larraín Vial Corredores de Bolsa ha ido incrementando su participación en el retailer.

La ratificación en categoría Segunda Clase obedece a la presencia bursátil y *floating* ya mencionados, y a la clasificación de solvencia de la compañía (categoría B-).

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

CATEGORÍA B

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 retrasos en el pago de intereses y el capital.

“-” denota una menor protección dentro de la categoría.

EFFECTOS DE COMERCIO

NIVEL 4 o N4

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 antes definidos.

TÍTULOS ACCIONARIOS

SEGUNDA CLASE

Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Historial de clasificación solvencia / bonos			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
31-jul-13	C	Estable	Reseña anual
31-jul-14	C	Estable	Reseña anual
10-oct-14	C	En Observación	Cambio de tendencia
27-oct-14	C	En Observación	Nuevo instrumento (bono H)
31-jul-15	C	En Observación	Reseña anual
23-jul-15	C	Estable	Cambio de tendencia
28-abr-16	B-	Estable	Cambio de clasificación
29-jul-16	B-	Estable	Reseña anual
31-jul-17	B-	Estable	Reseña anual
30-jul-18	B-	Estable	Reseña anual

Historial de clasificación títulos accionarios			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
31-jul-13	Nivel 5	Estable	Reseña anual
31-jul-14	Nivel 5	Estable	Reseña anual
31-jul-15	Nivel 5	En Observación	Reseña anual
29-jul-16	Nivel 5	Estable	Reseña anual
31-jul-17	Nivel 5	Estable	Reseña anual
30-jul-18	Nivel 5	Estable	Reseña anual

Historial de clasificación efectos de comercio			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
31-jul-13	N4/C	Estable	Reseña anual
31-jul-14	N4/C	Estable	Reseña anual
10-oct-14	N4/C	En Observación	Cambio de tendencia
31-jul-15	N4/C	En Observación	Reseña anual
28-jul-15	N4/C	Estable	Cambio de tendencia
28-abr-16	N4/B-	Estable	Cambio de clasificación
29-jul-16	N4/B-	Estable	Reseña anual
31-jul-17	N4/B-	Estable	Reseña anual
30-jul-18	N4/B-	Estable	Reseña anual

Anexo

SITUACIÓN FINANCIERA RESUMIDA LA POLAR (MM\$)

INDICADORES	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Mar-17	Mar-18
Activos corrientes	267.109	227.920	227.249	225.266	242.444	207.453	203.374
Activos no corrientes	132.518	118.954	106.903	105.361	93.652	100.983	111.068
Activos totales	399.627	346.874	334.152	330.627	336.096	308.436	314.442
Efectivo y equivalentes	26.024	20.882	30.976	25.038	14.054	17.154	8.492
Inventarios	51.026	51.456	53.081	48.897	56.820	48.032	56.007
Pasivos corrientes	144.399	121.700	116.921	103.534	114.896	81.551	111.792
Pasivos no corrientes	225.261	244.332	104.213	117.780	105.965	116.003	103.660
Pasivos totales	369.659	366.031	221.134	221.313	220.861	197.554	215.452
Deuda financiera corriente	29.724	44.125	28.031	17.665	22.183	17.465	30.528
Deuda financiera no corriente	177.260	186.050	26.383	31.974	32.094	29.704	30.847
Deuda financiera total	206.984	230.175	54.414	49.640	54.277	47.169	61.375
Deuda financiera neta	180.122	208.701	22.123	23.700	39.866	29.705	52.506
Patrimonio	29.967	-19.157	113.019	109.313	115.235	110.883	98.991
Ingresos de explotación	399.167	392.639	382.773	393.110	397.160	91.487	90.730
Margen de explotación	141.643	131.795	134.558	145.148	147.297	34.141	30.683
Resultado operacional	2.480	-12.670	-6.738	6.638	5.191	863	-2.004
Gastos financieros netos	27.104	30.033	13.327	6.595	7.511	1.735	1.376
Utilidad/pérdida del ejercicio	-59.728	-36.340	-40.640	2.452	6.604	-599	-2.550
Razón circulante (N° de veces)	1,85	1,87	1,94	2,18	2,11	2,54	1,82
Razón ácida (N° de veces)	1,50	1,45	1,49	1,70	1,62	1,95	1,32
Margen bruto (%)	35,5%	33,6%	35,2%	36,9%	37,1%	37,3%	33,8%
Margen operacional (%)	0,6%	-3,2%	-1,8%	1,7%	1,3%	0,9%	-2,2%
Endeudamiento financiero (N° de veces)	6,91	-12,02	0,48	0,45	0,47	0,43	0,62
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	6,01	-10,89	0,20	0,22	0,35	0,27	0,53
Endeudamiento total (N° de veces)	12,34	-19,11	1,96	2,02	1,92	1,78	2,18
EBITDA	8.863	-5.152	2.678	17.265	14.700	3.182	-189
Margen EBITDA (%)	2,2%	-1,3%	0,7%	4,4%	3,7%	3,5%	-0,2%
EBITDA 12 meses	8.863	-5.152	2.678	17.265	14.700	22.392	11.329
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	0,33	-0,17	0,20	2,62	1,96	3,28	1,58
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	20,32	-40,51	8,26	1,37	2,71	1,33	4,63
EBITDAR	32.047	19.527	27.200	43.107	41.239	9.979	6.372
Deuda ajustada neta	342.410	381.454	193.777	204.594	225.639	213.231	236.627
EBITDAR 12 meses	32.047	19.527	27.200	43.107	41.239	48.610	37.632
EBITDAR / gastos financieros netos + arriendos	0,59	0,35	0,70	1,28	1,19	1,42	1,11
Deuda neta ajustada / EBITDAR	10,68	19,53	7,12	4,75	5,47	4,39	6,29
Margen EBITDAR (%)	8,0%	5,0%	7,1%	11,0%	10,4%	10,9%	7,0%
Rentabilidad del patrimonio (%)	-98,7%	-672,3%	-86,6%	2,2%	5,9%	5,3%	4,4%
Rentabilidad de los activos (%)	-14,2%	-9,7%	-11,9%	0,7%	2,0%	1,6%	1,5%
GAV / Ingresos	32,9%	34,4%	34,1%	32,1%	32,9%	33,4%	33,6%
Deuda total (financiera + arriendo)	369.272	402.928	226.068	230.534	240.050	230.695	245.496

¹ Tasa de riesgo = Provisión acumulada / Cartera bruta.

² EBITDA = Ingresos ordinarios – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + depreciación y amortización.

³ Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos.

⁴ EBITDAR = EBITDA + gasto en arriendo. El gasto en arriendo corresponde al valor presente de la obligación, bajo los supuestos establecidos por ICR de: (i) plazo a 10 años y; (ii) descuento a una tasa de UF + 7%.

⁵ Margen EBITDAR = EBITDAR / Ingresos.

⁶ Deuda financiera ajustada por gasto en arriendo = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes + gasto en arriendo*7. El arriendo operativo corresponde al valor presente de la obligación, bajo los supuestos establecidos por ICR de: (i) plazo a 10 años y; (ii) descuento a una tasa de UF + 7%.

⁷ Ratio de cobertura de servicio de la deuda = (Caja + EBITDA – Capex – Impuestos, proyectados) / Obligaciones próximos 12 meses (incluye capital e interés).

⁸ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁹ Endeudamiento neto = (Pasivos totales – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

¹⁰ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total.

¹¹ Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio.

¹² Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA / (Gastos financieros – ingresos financieros).

¹³ Cobertura de gastos financieros netos corregida = EBITDAR / (Gastos financieros – ingresos financieros + gasto en arriendo).

¹⁴ Deuda financiera neta corregida por gasto en arriendo sobre EBITDAR = (Deuda financiera ajustada por gasto en arriendo – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / EBITDAR.

¹⁵ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹⁶ Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.