



ACCIÓN DE RATING

1 de agosto, 2019

Reseña Anual de Clasificación

RATINGS

Empresas La Polar S.A.

Solvencia	B-
Bonos	B-
Efectos de comercio	N4/B-
Tendencia	Estable
Títulos accionarios	Segunda Clase
Estados financieros	1Q-2019

Para mayor información, ir a sección [Evolución de ratings](#)

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Metodología de clasificación industria de bienes de consumo](#)

[Criterio: Relación entre clasificaciones de corto y largo plazo](#)

[Títulos accionarios de sociedades anónimas](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Gerente de Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Subgerente de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

José Delgado +56 2 2896 8211
Analista de Corporaciones
jdelgado@icrchile.cl

Empresas La Polar S.A.

Informe de Clasificación de Riesgo Anual

ICR ratifica en categoría B-/Estable la clasificación de solvencia y bonos de [Empresas La Polar S.A.](#), y en categoría N4/B- la clasificación de sus efectos de comercio, fundamentado principalmente en la fortaleza financiera de la compañía, que aún permanece en un bajo nivel, así como también en factores cualitativos como el moderado reconocimiento de marcas, la adecuada participación de mercado, razonables niveles de diversificación y tamaño relativo, y un poder de abastecimiento de productos que aún es limitado.

La situación financiera de la compañía se ha visto impactada negativamente por una menor actividad en la industria del retail, reduciendo la generación de flujos. Si bien el negocio financiero continúa expandiendo sus ventas, estas no logran compensar el menor ingreso del negocio retail de la compañía. No obstante, de acuerdo a lo indicado por la Cámara Nacional de Comercio, Servicios y Turismo de Chile (CNC), las reducciones en venta durante la segunda mitad del 2019 debiesen tender a estabilizarse, más que por una mejora en las variables macroeconómicas, por una normalización en la base de comparación.

Los esfuerzos de La Polar siguen concentrados en potenciar su negocio financiero, así como también en lograr eficiencias operacionales. Respecto a lo primero, la empresa continúa destinando recursos a campañas comerciales, las que han tenido un efecto positivo en términos de cartera de crédito. En cuanto a lo segundo, las iniciativas de la compañía estarían concentradas en la adopción de tecnologías, mejoras en logística y distribución, además de optimizaciones de espacio.

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

Por otra parte, **la ratificación de los títulos accionarios nemotécnico NUEVAPOLAR en Segunda Clase** se explica por la clasificación de solvencia de la compañía (B-), la presencia bursátil de 92,78% y el *floating* de los papeles (que ha ido disminuyendo conforme aumenta la participación de Larraín Vial Corredores de Bolsa en la propiedad de la empresa).

Consideramos que la clasificación de riesgo de la compañía podría variar negativamente si la fortaleza financiera se deteriora por incrementos relevantes en deuda o insuficiencia en los niveles de flujos. En contraposición, podría mejorar si el flujo generado logra aumentar significativamente respecto a su nivel actual.

Para el caso de 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 reduce esta clasificación hasta categoría B- al tratarse de una fortaleza financiera, por el momento, “baja”.

Perfil de la Empresa

Empresas La Polar (La Polar, la compañía, la empresa, la sociedad) participa en la industria de retail, compitiendo principalmente en los segmentos socioeconómicos C3-D, y apoyado por el negocio de retail financiero (con tarjeta cerrada La Polar, y tarjeta abierta Visa La Polar).

En cuanto al negocio financiero, destaca el lanzamiento de la tarjeta abierta Visa La Polar, la que permitió potenciar su marca e incrementar la cartera por medio de una mayor oferta para sus clientes. Al cierre de marzo de 2019, un 53,4% del total de 532.358 tarjetas con saldo correspondían a Visa La Polar.

Si bien La Polar no cuenta con un controlador (según lo señalado en la Ley N° 18.045 sobre el Mercado de Valores), el mayor accionista a junio de 2019 correspondía a Larraín Vial Corredores de Bolsa, con un 38,67% de propiedad de la compañía.

En Junta Extraordinaria de Accionistas del 19 de abril de 2018, se aprobó un aumento de capital de la sociedad por \$40.000 millones, dividido en 1.240 millones de acciones de pago, a emitirse en dos etapas. A la fecha se ha materializado un total de \$20.000 millones, quedando la segunda etapa pendiente ante eventuales requerimientos de recursos, si es que la generación propia de flujos no es suficiente para sostener el plan de inversión y el pago de deuda.

La compañía es administrada por un directorio compuesto por siete miembros, cuya duración es de tres años, y con posibilidad de ser reelegidos indefinidamente en los procesos de elección de directorio. La última elección se realizó en Junta Ordinaria de Accionistas del 23 de abril de 2019, donde se ratificó como presidente del directorio a Leonidas Vial Echeverría.

Adicionalmente, La Polar cuenta con un comité de directores, que se constituye por tres miembros. La última elección se realizó en la misma junta en la que se decidieron los miembros del directorio.

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. El último cambio en la plana ejecutiva se produjo a inicios de 2019, cuando Manuel Severin Larraín asumió el cargo de gerente general en reemplazo de Andrés Eyzaguirre Astaburuaga.

Industria de comercio minorista

Baja actividad en consumo minorista sigue impactando negativamente en las ventas de empresas del retail

La industria de retail presenta un comportamiento bastante cíclico, el que se encuentra sujeto a una serie de variables económicas. Dado esto, se observan períodos de contracción claramente definidos (como el de 2008), así como también expansiones relevantes (como la de 2010).

Hasta el momento, el año 2019 mantiene una tendencia a la baja en la actividad de la industria, con niveles de ventas que no logran recuperar el crecimiento. Si bien la economía nacional se ha expandido en niveles inferiores a las expectativas, la Cámara Nacional de Comercio, Servicios y Turismo de Chile (CNC) indica que la disminución observada durante los primeros seis meses de este año tiene que ver más con la abultada base de comparación que representa el primer semestre de 2018.

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	38,67%
Bolsa de Comercio de Santiago	6,14%
Bolsa de Valores	
BTG Pactual Chile S.A. Corredora de Bolsa	5,84%
Banchile Corredora de Bolsa S.A.	4,99%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	3,26%
Inversiones LP SpA	3,18%
Valores Security S.A. Corredora de Bolsa	3,07%
AFP Habitat S.A. para fondo de pensión C	2,97%
Santander Corredores de Bolsa Limitada	2,64%
AFP Habitat S.A. fondo tipo B	2,60%

Fuente: CMF, a junio de 2019.

DIRECTORIO

Leonidas Vial E.	Presidente
Manuel José Vial C.	Vicepresidente
Sergio Guzmán L.	Director
Andrés Eyzaguirre A.	Director
Felipe Baraona Undurraga	Director
Christian Blomstrom B.	Director
José Miguel Jiménez K.	Director

Fuente: CMF

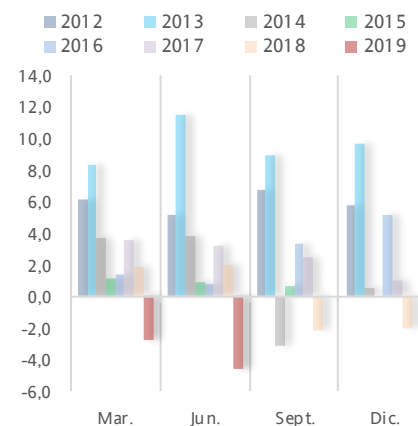
COMITÉ DE DIRECTORES

Sergio Guzmán L.	Independiente
Christian Blomstrom B.	Independiente
Andrés Eyzaguirre A.	No independiente

Fuente: CMF

Alta base de comparación mantiene reducción en ventas minoristas

Variación trimestral de ventas del comercio minorista en la Región Metropolitana en locales equivalentes (%)

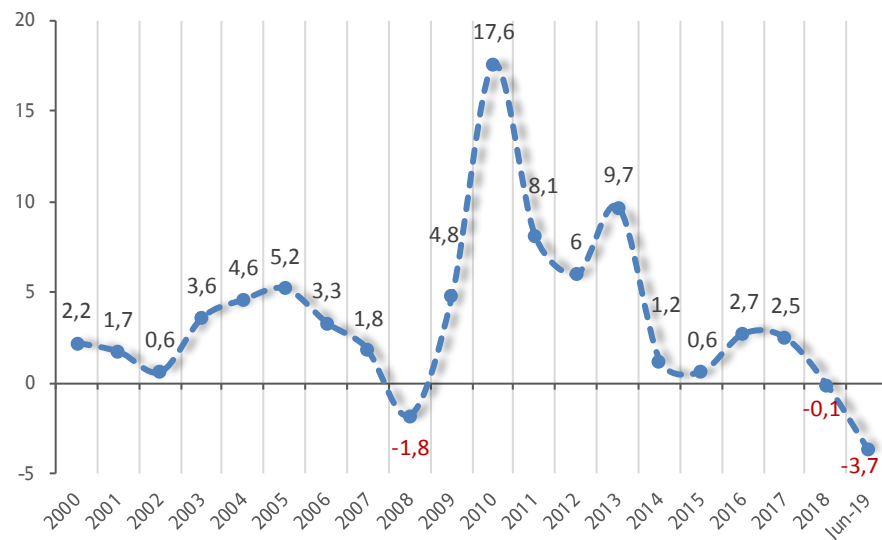


Fuente: CNC

A junio de 2019, las ventas minoristas en la Región Metropolitana acumulan un retroceso de 3,7%, lo que proviene principalmente de las caídas observadas en el sector calzado, así como también del segmento de línea blanca. En contraposición, mitiga parcialmente dichas disminuciones, la mayor estabilidad en la venta de supermercados, además de los productos de hogar.

Ventas del comercio minorista en la Región Metropolitana continuaron debilitadas en 2018

Evolución de la variación de ventas del comercio minorista en la Región Metropolitana en locales equivalentes, con 2019 solo hasta junio (%)



Fuente: CNC

De acuerdo a lo declarado por la CNC, las ventas del comercio minorista debiesen tender a estabilizarse durante la segunda mitad del año, lo que se explicaría por una normalización en la base de comparación más que por modificaciones en la coyuntura económica. Esto resultará de suma importancia para disminuir la presión sobre los márgenes de las compañías del sector.

Cambios en las tendencias de mercado impulsan nuevos desafíos para los retailers chilenos

En opinión de ICR tres de los desafíos relevantes de la industria para el mediano plazo, serían:

- (1) Contrarrestar la disminución de las ventas en locales mediante el negocio financiero (sin incrementar el riesgo de la cartera), el que en general, continúa creciendo en varios retailers chilenos impulsado por los avances en efectivo y por el amplio acceso que tienen los clientes a comercios asociados, incrementando con ello, el uso de tarjetas en desmedro del uso de pago en efectivo;
- (2) Control de inventario, sobre todo considerando que las expectativas de repunte del sector son bajas y que el cambio climático ha provocado que las cuatro estaciones del año no estén tan marcadas como en años anteriores y;
- (3) Desarrollo tecnológico suficiente para soportar las tendencias de mercado y el avance de la demanda por compras online, lo que implica, además, una logística lo suficientemente robusta para cumplir con las expectativas del cliente.

PRINCIPALES RIESGOS DE LA INDUSTRIA

Riesgos	Principales mitigadores aplicados por LA POLAR
Riesgo de crédito	Políticas crediticias definidas y restrictivas de acuerdo al segmento de cliente en el que califique el deudor.
Sensibilidad a la actividad económica y segmento objetivo	Sin mitigador específico. Este riesgo se evalúa en forma continua de manera de reaccionar oportunamente a cambios en las condiciones del mercado.
Riesgos regulatorios	Sin mitigador específico. Se evalúa caso a caso cuando ocurren las contingencias no anticipables.
Competencia	Concentración en la cartera de clientes de mejor comportamiento. Otorgamiento de la tarjeta de crédito abierta a un segmento específico de clientes.

Fuente: Elaboración propia con información de la compañía.

MATRIZ DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL NEGOCIO DE LA POLAR

	AA	A	BBB	BB	B
Fortaleza de la marca					
Market share					
Diversificación					
Economías de escala / tamaño relativo					

Fuente: Metodología de clasificación de industria de bienes de consumo

Clasificación de riesgo del negocio: **BB**

Reconocimiento de marcas es más bien moderado, con nivel de lealtad de los consumidores que aún permanece limitado

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

En base a la información de la compañía, la empresa se ubica en el cuarto lugar del *top of mine* de la industria, lo que da cuenta del moderado grado de reconocimiento de la marca. Sin embargo, la satisfacción de calidad y valor percibido sigue en un nivel relativamente inferior en comparación a la industria.

La estrategia de la compañía en términos de marca se ha enfocado en alcanzar una mayor recordación, lealtad y visibilidad. Es por esto que las campañas publicitarias intentan acercarse hacia la mujer, con un nuevo rostro televisivo. Con esto, la empresa mantiene sus desembolsos en marketing en un nivel razonable.

En base a la evolución de las ventas de la compañía, consideramos que el rendimiento del negocio tiende hacia un nivel moderado, con un crecimiento en ingresos que alcanza solamente un 1,4% (CAGR₂₀₁₂₋₂₀₁₈), el cual incorpora el efecto de menor consumo en la industria observado en el último año.

Si bien La Polar tiene espacio para avanzar en el fortalecimiento de su marca, ya alcanza una adecuada participación de mercado dentro de su segmento de operación

En nuestra opinión, La Polar mantiene un buen *market share* en cada una de sus respectivas categorías de producto, posicionándose entre los primeros lugares dentro del segmento de retailers con foco en el grupo socioeconómicos C3-D.

Específicamente, La Polar obtuvo una participación aproximada de 4,3% en el segmento retail al cierre de 2018, de acuerdo a la información publicada por la compañía en su memoria anual. Respecto al negocio financiero, la empresa su ubicaría en el cuarto lugar en términos de cartera de clientes, con una participación de 3,2% a la misma fecha.

ICR considera que los continuos esfuerzos en marketing y el desarrollo del canal e-commerce debiesen impactar positivamente en el fortalecimiento de la marca.

La Polar mantiene una razonable diversificación de productos, con cierto grado de exposición a las distintas regiones del país

ICR opina que la empresa cuenta con un buen grado de diversificación en términos de unidades de negocios y ubicación geográfica. En particular, la compañía divide sus operaciones entre los segmentos retail y financiero, presentando una razonable oferta de productos con foco en marcas propias en algunas líneas (como vestuario y muebles) y en líneas tecnológicas.

Respecto a la exposición geográfica, La Polar cuenta con un total de 39 tiendas desde Iquique hasta Punta Arenas, de las cuales 13 se encuentran en la Región Metropolitana y 26 en otras regiones. Al respecto, destaca la apertura de la nueva tienda en Pajaritos durante octubre de 2018, así como también el proceso de remodelación en el que se encuentra la tienda de Osorno, luego de ocurrido el incendio en febrero de 2019.

La diversificación por ubicación geográfica de la empresa se da solamente en el territorio nacional, dado que su negocio opera solamente de manera local. Por lo tanto, no se

POLÍTICA DE CRÉDITO Y COBRANZA DE LA POLAR

1. Otorgamiento de créditos

Clientes nuevos:

- ❖ Política define requisitos básicos de riesgo que deben cumplir los solicitantes, tipos de créditos a los cuales pueden optar y lineamientos de asignación de cupos.
- ❖ Solicitudes son evaluadas por un motor de decisiones para la apertura y otorgamiento de la tarjeta.

Clientes antiguos:

- ❖ Ajustes de cupos se determinan en base a estudios estadísticos del área de inteligencia de riesgo. 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 podrán tener porcentajes distintos de incrementos, según defina la gerencia de riesgo.

2. Modelo de provisiones

- ❖ La Polar modificó en 2016 su modelo de provisiones desde uno *roll rate* a uno de regresión logística. Este modelo considera una probabilidad de pérdida de 100% sobre los 90 días, al que se le descuenta el recupero esperado en estos tramos.
- ❖ La entrada en vigencia de IFRS 9 en 2018 implicó introducir un modelo más prospectivo de pérdidas crediticias esperadas para contabilizar el deterioro y un enfoque sustancialmente reformado para la contabilidad de coberturas.

3. Cobranza

- ❖ El proceso es tercerizado para la mora sobre 30 días. La mora *light* (1 a 30 días) es gestionada por un *call center* interno.

4. Renegociaciones

- ❖ Tasa de interés utilizada para productos financieros se fija mensualmente y es definida por la subgerencia de operaciones de retail financiero.
- ❖ Puede existir renegociación de deuda morosa y deuda total, requiriendo para ambos casos una solicitud formal y un abono inicial.

5. Castigos

- ❖ La política de La Polar es castigar el total de la deuda de un cliente cuando una cuota cumple 181 días de mora.

observa exposición a otros países, y no tiene acceso a mercados desarrollados o en desarrollo.

Consideramos que, dado el actual plan de eficiencia operacional, el número de tiendas no debiese sufrir variaciones significativas dentro del mediano plazo. De hecho, los esfuerzos estarían concentrados en la optimización de espacios, lo que debiese tener impactos positivos sobre la estructura de costos de la empresa.

Adicionalmente, estimamos que el riesgo del negocio de La Polar es relativamente alto respecto a otros retailers, debido a su segmento socioeconómico objetivo (C3-D), lo que podría afectar negativamente a los niveles de morosidad de la compañía, en contraste con el negocio de otros competidores cuya venta principal corresponde a segmentos socioeconómicos más altos.

El tamaño relativo de la compañía continúa en un nivel razonable, pero con un limitado poder de abastecimiento de productos

ICR considera que el inicio de las operaciones de la primera oficina en China ha resultado satisfactorio en lo que respecta al acceso de manera directa a un mayor número de proveedores, lo que, de hecho, ha mejorado los márgenes de marcas propias en las líneas como electrónica y hogar. Con esto, la compañía ha logrado avanzar en el poder de compra de productos, el cual aún es limitado ya que estos últimos provienen desde un gran número de oferentes, los que a su vez abastecen a un número considerable de retailers.

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 los años anteriores tras el lineamiento hacia el ahorro en costos de la empresa.

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.

Como consecuencia de las características de la industria, la compañía presenta una limitada influencia en la determinación de precios sin que repercutan en volúmenes. Durante el último tiempo, esto ha quedado fuertemente en evidencia, dado que la menor actividad en el consumo ha inducido a las empresas a liquidaciones de precios, con altos niveles de promociones que impactan negativamente en sus márgenes.

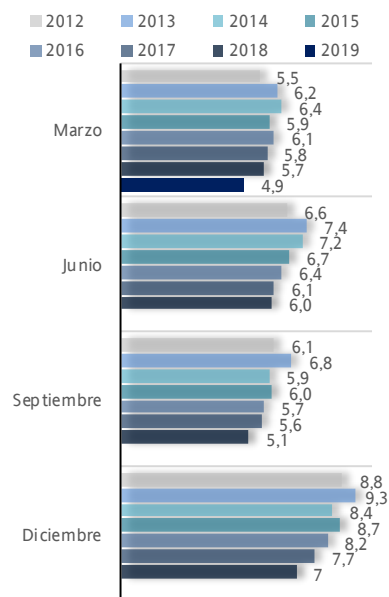
En términos de tecnología, ésta se ha centrado en el potenciamiento del canal e-commerce, con el lanzamiento de una nueva plataforma que ha permitido mejorar ventas en instancias de alto flujo de transacciones por internet como los *cyber days*. Asimismo, la mejorar en logística y distribución ha permitido incorporar líneas blandas al canal de ventas online, lo que se refuerza con el crecimiento del *Click and Collect*.

Adicionalmente, los objetivos actuales también incorporan la implementación de sistemas que potencien la planificación del negocio y la gestión de inventarios, en línea con lo que buscan los actores de la industria en general.

En nuestra opinión, La Polar cuenta con centros de distribución satisfactorios, lo que debiese robustecerse con el nuevo centro de distribución de Pudahuel actualmente en proceso de construcción, y que iniciaría operaciones durante la primera mitad de 2020. Este centro contaría con procesos automatizados y semiautomatizados, logrando eficiencias que fortalecerían el desarrollo del canal de ventas online.

En línea con la menor actividad de la industria, la venta por m² de La Polar continúa contrayéndose

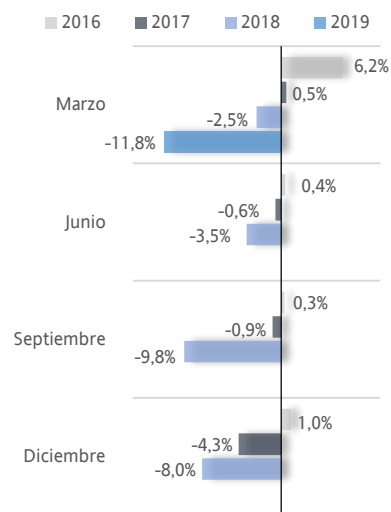
Evolución de ventas por metro cuadrado (UF/m²)



Fuente: Estados financieros

La compañía aún mantiene una variación negativa en las ventas de locales equivalentes, disminuyendo 11,8% al 1Q-2019

Evolución de Same Store Sales (var. %)



Fuente: Estados financieros

Evaluación de la fortaleza financiera: Baja

Esfuerzos comerciales de la compañía permitieron incrementar el número de clientes con tarjeta

A marzo de 2018, El número de clientes con saldo en las tarjetas de crédito de la compañía llegó a 532.358, lo que representó un incremento de 0,9% respecto al primer trimestre de 2018. El alza se explica por las campañas comerciales que La Polar ha impulsado, ya sea en tiendas propias, alianzas con terceros y en comercios asociados a Transbank.

Resumen negocio financiero propio

	2015	2016	2017	2018	Mar-18	Mar-19
Tarjetas con saldo (N°)	552.031	540.461	545.720	567.540	527.614	532.358
Cartera total bruta (MM\$)	153.632	166.951	178.629	194.146	172.708	185.541
Provisión acumulada (MM\$)	14.128	15.205	17.464	36.090	36.036	36.088
Cartera vigente o normal (MM\$)	132.206	145.364	156.037	169.791	148.964	160.694
Cartera repactada (MM\$)	21.427	21.587	23.196	24.355	23.744	24.848
Repactaciones (%)	13,9%	12,9%	12,9%	12,5%	13,7%	13,4%
Castigos netos (%)	15,6%	13,9%	13,7%	15,8%	15,1%	17,1%

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros y análisis razonado

En línea con el crecimiento en clientes, la cartera bruta se expandió 7,4% durante el mismo período, con perspectivas que mantendrían los incrementos evidenciados gracias al crecimiento del negocio financiero de la empresa. Asimismo, la evolución de la cartera también incorpora el constante aumento de la deuda promedio por cliente¹, la que llegó a \$348.500 al cierre de los primeros tres meses del año.

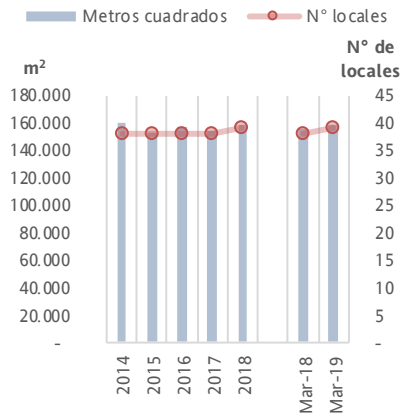
Con la entrada en vigor de IFRS 9, se observan incrementos importantes en la tasa de riesgo de crédito², la cual llegó a 19,5% a marzo de 2019. Es relevante señalar que dichos impactos asociados a la nueva norma contable afectaron a todas las compañías de la industria de retail, ya que implicó aumentar de manera considerable las provisiones.

Estructura de morosidad cartera propia

	2015	2016	2017	2018	Mar-18	Mar-19
Al día	81,4%	82,1%	79,0%	78,3%	73,7%	74,3%
1 a 30	7,5%	7,3%	8,4%	8,1%	10,9%	9,8%
31 a 60	3,3%	3,2%	3,9%	3,8%	5,3%	5,2%
61 a 90	2,7%	2,5%	2,9%	3,0%	3,8%	3,9%
91 a 120	2,1%	2,0%	2,4%	2,6%	2,4%	2,6%
121 a 150	1,6%	1,5%	1,9%	2,1%	2,0%	2,2%
151 a 180	1,5%	1,3%	1,5%	1,7%	1,8%	2,0%
Al día y mora light	88,8%	89,4%	87,4%	86,7%	84,6%	84,1%
Mora 30-90	6,0%	5,8%	6,8%	6,9%	9,2%	9,1%
Vencida	5,2%	4,8%	5,8%	6,4%	6,2%	6,8%

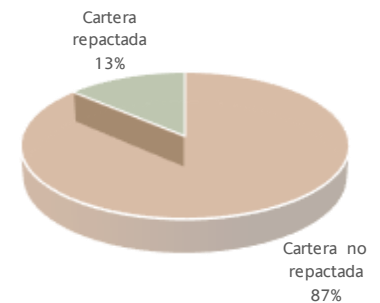
Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

Durante el último trimestre de 2018, la compañía realizó la apertura de un nuevo local en la Región Metropolitana (Pajaritos), incrementando su superficie de ventas Evolución de superficie (m²) y número de locales



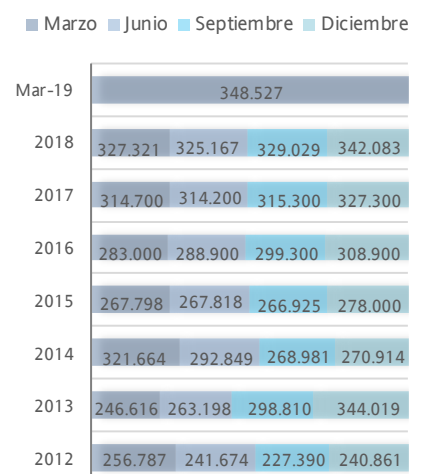
Fuente: Análisis razonado

Cartera de clientes aumenta 0,9% a raíz del impulso asociado a las campañas comerciales
Composición cartera total propia 1Q-2019 (%)



Deuda promedio de clientes continúa con una trayectoria creciente

Evolución trimestral de la deuda promedio por cliente (\$)



Fuente: Análisis razonado

Si bien el nivel de repactaciones a marzo de 2019 aumentó un 4,6% respecto al primer trimestre de 2018, se observa una disminución al medirla en términos porcentuales sobre la cartera bruta, dado el incremento que esta última alcanzó en el período. Los castigos netos, en tanto, aumentan a marzo de 2019, lo que se explicaría por una mayor flexibilización en la migración desde la tarjeta de crédito cerrada a la abierta. No obstante, la compañía ha indicado que esta situación se regularizó, por lo que el porcentaje de castigos netos debiese tender a estabilizarse.

Respecto a la estructura de la morosidad de la cartera repactada y no repactada, la deuda al día aumenta a marzo de 2019, mientras que el tramo desde 1 a 30 días disminuye. Adicionalmente, la mora entre 30 y 90 días también disminuye durante el período, y la deuda vencida (sobre 91 días) se incrementó.

Alta oferta promocional ha afectado negativamente los márgenes de la compañía, pero ha permitido mantener inventarios en niveles sanos

La Polar reportó ingresos consolidados por \$83.026 millones a marzo de 2019, lo que representó una disminución de 8,5% respecto al primer trimestre de 2018. La disminución de ingresos se explica porque el crecimiento en el ingreso del segmento financiero (+3,9%) no logra mitigar la reducción en el segmento retail (-10,9%).

La industria de ventas minoristas se ha visto impactada negativamente por una baja actividad, lo que condujo a las compañías de retail a aumentar las promociones para no afectar volúmenes y evitar acumulación de inventarios. Ésta es la principal razón detrás de la disminución de ingresos de La Polar en el segmento retail, por lo que resulta particularmente desafiante lograr una recuperación en ventas. Específicamente, las mayores disminuciones se observaron en las líneas de deporte, mujer y hombre (líneas blandas).

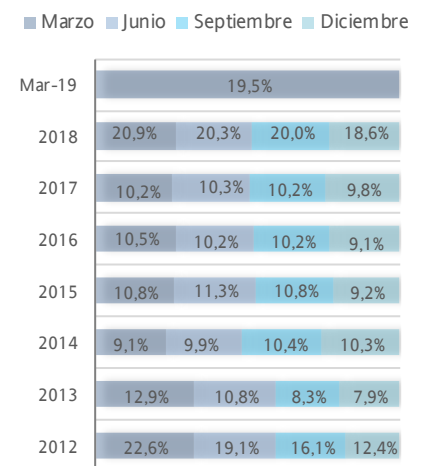
Consecuentemente a lo anterior, el indicador de Same Store Sales (SSS) de la empresa continúa con variaciones negativas. Si al primer trimestre de 2018 el SSS disminuía en 2,99%, a marzo de 2019 la reducción se profundizó hasta 9,33%.

En contraposición, el negocio financiero de la compañía continúa su expansión en ingresos gracias al crecimiento en ventas de servicios financieros (avances en efectivo), así como también a mayores intereses y comisiones por compras con tarjeta Visa La Polar en comercios adheridos a Transbank.

La mayor actividad promocional también afectó negativamente a los costos del segmento retail y, por tanto, esta unidad de negocio obtuvo una menor ganancia bruta (-18%). El negocio financiero también experimentó una disminución en la ganancia bruta (-11,8%), debido a los gastos asociados a la migración de tarjetas y al aumento en gasto por riesgo.

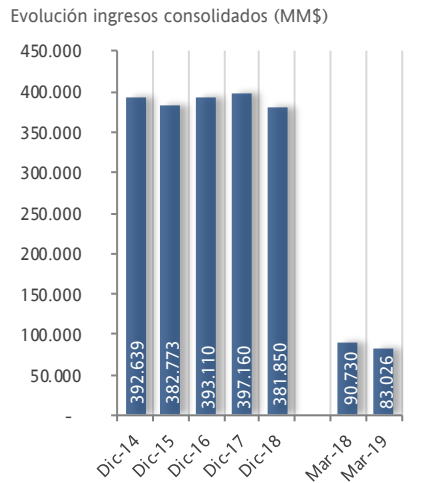
Considerando los efectos anteriores, el EBITDA³ consolidado de La Polar cerró con un saldo deficitario de \$312 millones a marzo de 2019, disminuyendo en 65% respecto al déficit de \$189 millones reportado al cierre del primer trimestre de 2018. Cabe mencionar que la entrada en vigencia de IFRS 16 el 1 de enero de 2019 implicó una reducción en los gastos de administración producto del reconocimiento de arrendamientos financieros que anteriormente calificaban como operativos. De este modo, se estima que el efecto en EBITDA de la nueva política contable debiese situarse en torno a los \$5.000 millones. El margen EBITDA⁴, en tanto, pasó desde -0,2% a marzo de 2018 hasta -0,4% a marzo 2019.

Aumento en tasa de riesgo de crédito desde 2018 se explica por entrada en vigencia de IFRS 9
Evolución trimestral tasa de riesgo (%)



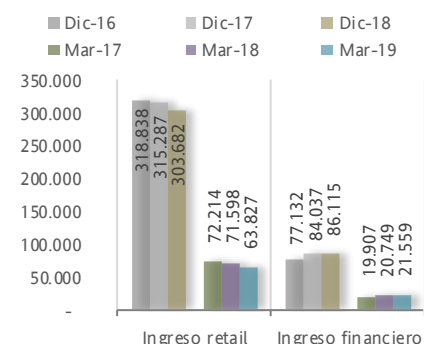
Fuente: Análisis razonado

Ventas consolidadas disminuyen 8,5% durante el 1Q-2019, principalmente por baja actividad de la industria de retail
Evolución ingresos consolidados (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Mientras el negocio retail disminuyó sus ventas en un 10,9%, el financiero las incrementó en 3,9%
Evolución ingresos por unidad de negocio (MM\$)

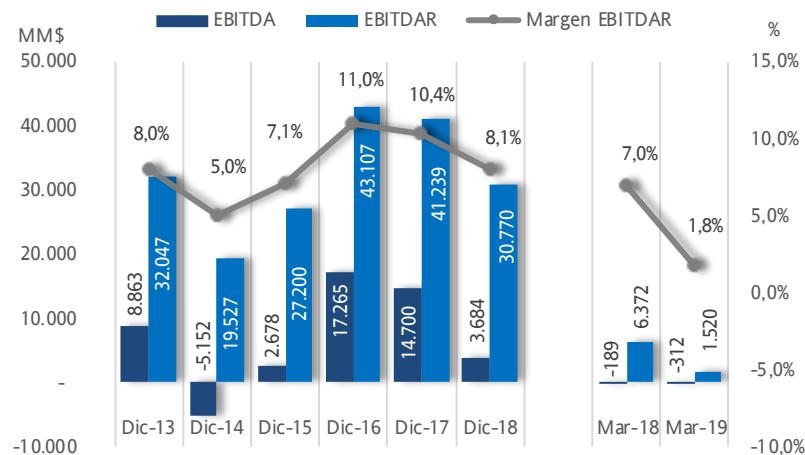


Fuente: Análisis razonado

El EBITDA corregido por gasto en arriendo⁵ (EBITDAR⁶), disminuyó 76% a marzo de 2019, en línea con la menor actividad en la industria que afectó a las ventas del retail. El margen EBITDAR⁷, por su parte, pasó desde un 7,0% al primer trimestre de 2018 hasta un 1,8% al cierre de marzo de 2019.

En línea con la menor actividad de la industria, la compañía redujo su generación de EBITDA

Evolución EBITDA (MM\$), EBITDAR (MM\$) y margen EBITDAR (%)



Fuente: estados financieros y estimaciones de ICR

Los principales efectos no operacionales con impacto en el resultado de período son los mayores costos financieros por cambio de norma contable y la ganancia por la venta del edificio corporativo en la comuna de Renca.

De este modo, La Polar cerró el primer trimestre de 2019 con pérdidas por \$6.531, monto 156,1% menor al resultado neto a marzo de 2018 (pérdida de \$2.550). El resultado de la compañía debiese mejorar conforme exista una reactivación en el consumo, que evite la liquidación de unidades por parte de las empresas del sector para mantener volúmenes. Asimismo, la gestión de costos constituye una acción relevante para impedir una brusca reducción en términos de márgenes.

En la última reseña anual emitida por esta clasificadora se mencionó la demanda presentada por el Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC), fundamentada en una supuesta vulneración en los derechos de los consumidores por no entregar información veraz y oportuna a los consumidores que han sido parte del proceso de migración de tarjeta La Polar a La Polar Visa. Al 21 de enero de 2019, el tribunal se encontraba en proceso de rendición de pruebas desde las partes comprometidas. ICR evaluará el impacto de esta contingencia una vez exista certeza sobre el resultado del caso.

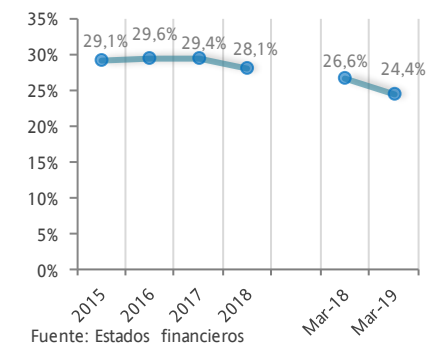
Sin considerar el ajuste contable, el stock de deuda financiera disminuye levemente

Con la entrada en vigencia de IFRS 16, pasaron a reconocerse como financieros arrendamientos que antes calificaban como operativos. Dado esto, la deuda financiera⁸ de la compañía aumentó considerablemente, pasando desde \$87.354 millones a diciembre de 2018 hasta \$214.084 millones a marzo de 2019. Sin embargo, si se ajusta de deuda por el gasto en arriendo operativo⁹ para términos comparativos, se observa una reducción de 4,2% para el mismo período. Esta disminución se debe principalmente al pago de vencimientos de corto plazo.

A la fecha de este informe, la empresa había materializado la mitad del aumento de capital aprobado en 2018, lo que significó una inyección de recursos por

Menores ventas y márgenes de líneas blandas reducen el margen bruto del negocio retail

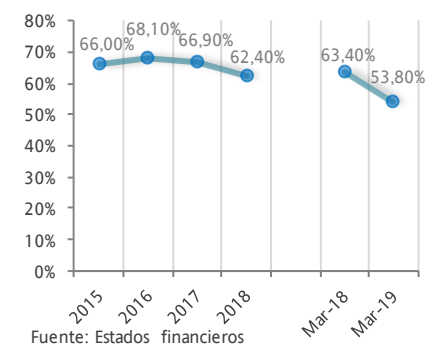
Evolución margen bruto negocio retail (%)



Fuente: Estados financieros

Mayor actividad comercial tuvo su contrapartida en mayores costos, lo que afectó negativamente al margen del negocio financiero

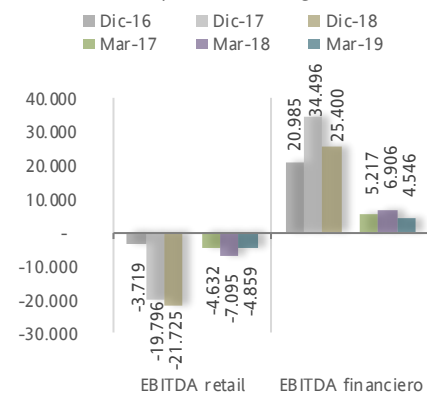
Evolución margen bruto negocio financiero (%)



Fuente: Estados financieros

EBITDA del negocio retail se vio impactado positivamente por entrada en vigencia de IFRS 16

Evolución EBITDA por unidad de negocio (MM\$)



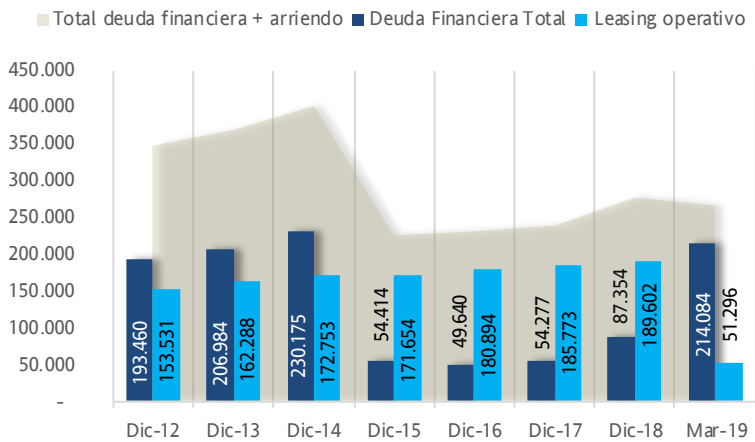
Fuente: Análisis razonado

aproximadamente \$20.000 millones. La mayor parte de los recursos consideraba como destino el refinanciamiento de pasivos de corto plazo, lo que redujo el stock de deuda descontado de obligaciones por arrendamientos. Si bien este aumento de capital impactó positivamente en el patrimonio, tuvo su contrapartida en mayores pérdidas acumuladas, lo que mantuvo los indicadores de endeudamiento prácticamente sin variaciones (sin considerar el efecto de IFRS 16 sobre los pasivos totales).

La menor generación de flujos producto de un ambiente de menor actividad en la industria tuvo sus consecuencias en los indicadores de cobertura de la compañía. De acuerdo a la metodología empleada por ICR para ajustar el stock de obligaciones financieras y EBITDA a los gastos de arriendo, se observa un aumento en el indicador de deuda financiera neta ajustada sobre EBITDAR y una reducción en los niveles de cobertura de gastos financieros netos.

Descontando el efecto de \$128.455 millones por IFRS 16, la deuda financiera de la compañía se reduce levemente

Evolución stock de obligaciones (MM\$)

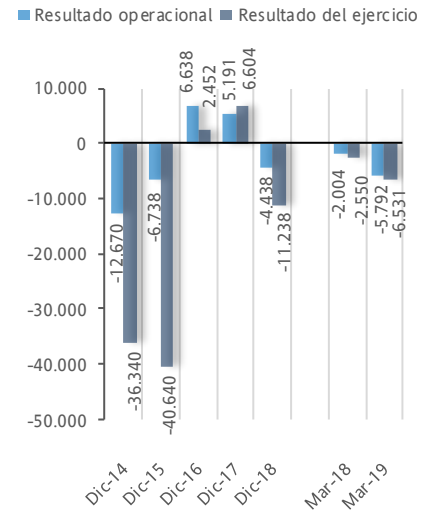


Fuente: La compañía y estimaciones ICR

En relación al perfil de vencimientos, la deuda financiera se inclina más hacia el mediano y largo plazo. En el corto plazo, los pagos de deuda contemplan préstamos bancarios, *confirming* y arrendamientos. Estimamos que, con los flujos proyectados, La Polar cubriría ajustadamente sus obligaciones para los próximos doce meses (RCS^{D10}).

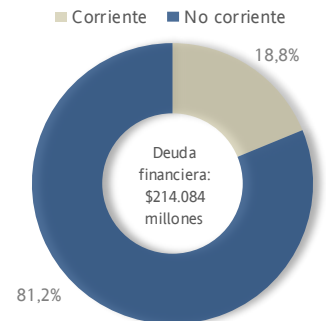
Respecto a las obligaciones con el público, La Polar finalizó en 2018 la conversión del bono serie H, lo que implicó que parte de los acreedores pasaron a conformar la nómina de accionistas de la empresa. Adicionalmente, durante ese mismo año la empresa adquirió un nuevo financiamiento mediante un fondo de inversión privado (FIP).

A marzo de 2019, La Polar continúa registrando pérdidas, tendencia que se observa desde 2018, y que tiene un alto componente operacional
Evolución resultado operacional y resultado del ejercicio (MM\$)



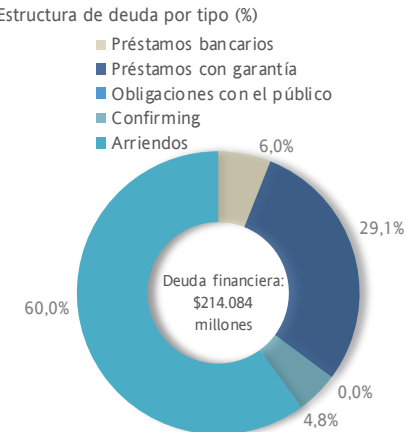
Fuente: Estados financieros

Un 81,2% de la deuda financiera de La Polar se concentra entre el mediano y largo plazo
Estructura de deuda financiera por vencimiento (%)



Fuente: Estados financieros

Con IFRS 16, arrendamientos financieros pasaron a ser un 60% del total de deuda financiera de la compañía
Estructura de deuda por tipo (%)



Fuente: Estados financieros

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (N° de veces)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Mar-19 Con IFRS 16	Mar-19 Sin IFRS 16
Endeudamiento total ¹¹	12,34	-19,11	1,96	2,02	1,92	2,21	3,43	2,17
Endeudamiento neto ¹²	11,44	-17,99	1,67	1,79	1,79	2,08	3,36	2,10
Endeudamiento financiero ¹³	6,91	-12,02	0,48	0,45	0,47	0,80	2,07	0,82
Endeudamiento financiero neto ¹⁴	6,01	-10,89	0,20	0,22	0,35	0,67	2,00	0,75
Cobertura de gastos financieros netos ¹⁵	0,33	-0,17	0,20	2,62	1,96	0,50	0,32	-0,19
Cobertura de gastos financieros netos corregida ¹⁶	0,64	0,36	0,72	1,33	1,21	0,89	0,81	-
Deuda financiera neta sobre EBITDA	20,32	-40,51	8,26	1,37	2,71	19,78	58,09	-59,52
Deuda financiera neta ajustada por gasto en arriendo sobre EBITDAR ¹⁷	10,68	19,53	7,12	4,75	5,47	8,53	6,68	-
Razón circulante ¹⁸	1,85	1,87	1,94	2,18	2,11	1,79	1,78	-
Razón ácida ¹⁹	1,50	1,45	1,49	1,70	1,62	1,33	1,29	-

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Metodología de clasificación

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

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 primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. 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 la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

La Polar mantiene deuda vigente a través de las líneas de bonos N°s 754 (serie F), 755 (serie G) y 796 (serie H). En opinión de ICR, 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.

Principales características series de bonos vigentes

	Serie F	Serie G	Serie H
N° de inscripción	754 (monto fijo)	755 (monto fijo)	796 (convertible en acciones)
Fecha inscripción	07-jun-2013	07-jun-2013	19-dic-2014
Plazo (años)	9,08	19,08	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

Fuente: Elaboración propia con información CMF y LVA Índices

Los bonos descritos anteriormente no cuentan con restricciones financieras.

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, y que no presenta colocaciones.

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 de liquidez muy significativa, según se detalla en [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.

Títulos accionarios

El rating asignado a los títulos accionarios nemotécnico NUEVAPOLAR se sustenta en la clasificación de solvencia (B-), la presencia bursátil y el *floating*. Al respecto, los papeles mencionados mantenían una presencia bursátil de 92,78% (promedio de los últimos doce meses comprendidos entre julio de 2018 y junio de 2019), mientras que su *floating* ha ido en descenso durante los últimos períodos conforme Larraín Vial Corredores de Bolsa ha ido incrementando su participación en la propiedad de la empresa.

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones solvencia y bonos

Fecha	Solvencia	Bonos	Efectos de comercio	Tendencia	Títulos accionarios	Motivo
31-jul-13	C	C	N4/C	Estable	Nivel 5	Reseña anual
31-jul-14	C	C	N4/C	Estable	Nivel 5	Reseña anual
10-oct-14	C	C	N4/C	En Observación	Nivel 5	Cambio de tendencia
27-oct-14	C	C	N4/C	En Observación	Nivel 5	Nuevo instrumento (bono H)
31-jul-15	C	C	N4/C	En Observación	Nivel 5	Reseña anual
23-oct-15	C	C	N4/C	Estable	Nivel 5	Cambio de tendencia
28-abr-16	B-	B-	N4/B-	Estable	Nivel 5	Cambio de clasificación
29-jul-16	B-	B-	N4/B-	Estable	Nivel 5	Reseña anual
31-jul-17	B-	B-	N4/B-	Estable	Nivel 5	Reseña anual
30-jul-18	B-	B-	N4/B-	Estable	Nivel 5	Reseña anual
31-jul-19	B-	B-	N4/B-	Estable	Nivel 5	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

Definición de categorías

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.

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

Categoría 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.

Segunda Clase (Nivel 5)

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

ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

INDICADORES	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-18	mar-19
Activos corrientes	227.920	227.249	225.266	242.444	233.970	203.374	205.796
Activos no corrientes	118.954	106.903	105.361	93.652	116.512	111.068	252.957
Efectivo y equivalentes	20.882	30.976	25.038	14.054	13.509	8.492	6.225
Inventarios	51.456	53.081	48.897	56.820	60.541	56.007	56.831
Pasivos corrientes	121.700	116.921	103.534	114.896	130.413	111.792	115.306
Pasivos no corrientes	244.332	104.213	117.780	105.965	110.923	103.660	239.973
Deuda financiera corriente	44.125	28.031	17.665	22.183	44.187	30.528	40.233
Deuda financiera no corriente	186.050	26.383	31.974	32.094	43.167	30.847	173.851
Deuda financiera total	230.175	54.414	49.640	54.277	87.354	61.375	214.084
Deuda financiera neta	208.701	22.123	23.700	39.866	72.881	52.506	206.858
Patrimonio	-19.157	113.019	109.313	115.235	109.146	98.991	103.474
Ingresos de explotación	392.639	382.773	393.110	397.160	381.850	90.730	83.026
Margen de explotación	131.795	134.558	145.148	147.297	131.767	30.683	24.937
Resultado operacional	-12.670	-6.738	6.638	5.191	-4.438	-2.004	-5.792
Gastos financieros netos	30.033	13.327	6.595	7.511	7.396	1.376	4.955
Utilidad/pérdida del ejercicio	-36.340	-40.640	2.452	6.604	-11.238	-2.550	-6.531
Razón circulante (N° de veces)	1,87	1,94	2,18	2,11	1,79	1,82	1,78
Razón ácida (N° de veces)	1,45	1,49	1,70	1,62	1,33	1,32	1,29
Margen bruto (%)	33,6%	35,2%	36,9%	37,1%	34,5%	33,8%	30,0%
Margen operacional (%)	-3,2%	-1,8%	1,7%	1,3%	-1,2%	-2,2%	-7,0%
Endeudamiento financiero (N° de veces)	-12,02	0,48	0,45	0,47	0,80	0,62	2,07
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	-10,89	0,20	0,22	0,35	0,67	0,53	2,00
Endeudamiento total (N° de veces)	-19,11	1,96	2,02	1,92	2,21	2,18	3,43
EBITDA	-5.152	2.678	17.265	14.700	3.684	-189	-312
Margen EBITDA (%)	-1,3%	0,7%	4,4%	3,7%	1,0%	-0,2%	-0,4%
EBITDA 12 meses	-5.152	2.678	17.265	14.700	3.684	11.329	3.561
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	-0,17	0,20	2,62	1,96	0,50	1,58	0,3
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	-40,51	8,26	1,37	2,71	19,78	4,63	58,09
EBITDAR	19.527	27.200	43.107	41.239	30.770	6.372	1.520
Deuda ajustada neta	381.454	193.777	204.594	225.639	262.483	236.627	206.858
EBITDAR 12 meses	19.527	27.200	43.107	41.239	30.770	37.632	30.975
EBITDAR / gastos financieros netos + arriendos	0,64	0,36	0,72	1,33	1,21	1,12	0,81
Deuda neta ajustada / EBITDAR	19,53	7,12	4,75	5,47	8,53	6,29	6,68
Margen EBITDAR (%)	5,0%	7,1%	11,0%	10,4%	8,1%	7,0%	1,8%
Rentabilidad del patrimonio (%)	-672,3%	-86,6%	2,2%	5,9%	-10,0%	4,4%	-15,0%
Rentabilidad de los activos (%)	-9,7%	-11,9%	0,7%	2,0%	-3,3%	1,5%	-3,9%
GAV / Ingresos	34,4%	34,1%	32,1%	32,9%	33,0%	33,6%	29,8%
Deuda total (financiera + arriendo)	402.928	226.068	230.534	240.050	276.956	245.496	265.380

¹ Deuda promedio por cliente = cartera bruta total / tarjetas con saldo. Cifras informadas en el análisis razonado de la compañía.

² Tasa de riesgo = Provisión acumulada / Cartera bruta.

³ EBITDA = Ingresos ordinarios – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + depreciación y amortización.

⁴ Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos.

⁵ Arriendo operativo = Corresponde al valor presente de la obligación, bajo los supuestos de ICR: (i) plazo a 10 años y; (ii) descuento a una tasa de UF + 7%. Con la entrada en vigencia de IFRS 16, el EBITDA ya descuenta el gasto de arriendo que pasó a registrarse como arrendamiento financiero, por lo que ICR solo considera en su cálculo actual aquel gasto en arriendo que no calificó como financiero.

⁶ EBITDAR = EBITDA + gasto en arriendo calculado por ICR.

⁷ Margen EBITDAR = EBITDAR / Ingresos.

⁸ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁹ 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%. ICR continúa realizando esta estimación a la espera de obtener bases comparables, lo que ocurriría a inicios de 2020, dada que la primera aplicación de IFRS 16 se incluyó en los estados financieros del primer trimestre de 2019.

¹⁰ Ratio de cobertura de servicio de la deuda = (Caja + EBITDAR – CAPEX – gastos en arriendo - impuestos, proyectados + aumento de capital por \$20.000 millones) / Obligaciones próximos 12 meses (incluye capital e interés).

¹¹ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

¹² Endeudamiento neto = (Pasivos totales – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

¹³ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total.

¹⁴ Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio.

¹⁵ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA / (Gastos financieros – ingresos financieros).

¹⁶ Cobertura de gastos financieros netos corregida = EBITDAR / (Gastos financieros – ingresos financieros + gasto en arriendo).

¹⁷ 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.

¹⁸ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹⁹ 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.