

LA POLAR – UN PRODUCTO DE EXPORTACIÓN

SECTOR RETAIL

14 DE JUNIO DE 2007

COMPRAR

PRECIO ACTUAL: \$3.000

PRECIO OBJETIVO: \$3.400

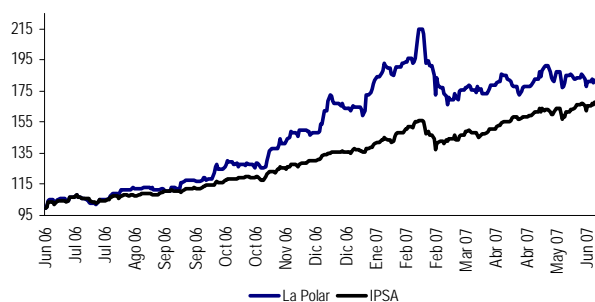
Yosy Banach
ybanach@bci.cl
(56 2) 6928968

Alvaro Pereyra C.
apereyr@bci.cl
(56 2) 6928944

Resumen Actualización			
Recomendación	: "Comprar"		
Precio Objetivo	: \$3.400		
Ebitda'07 (MM\$)	: \$55.785		
Utilidad'07 (MM\$)	: \$36.388		
Información Bursátil			
Market cap.	: \$661.817 millones		
Rent. acción'07	: 12,15%		
Floating	: 83%		
Dividend yield	: 2,1%		
Ratios (veces)	2006	2007E	2008E
P/U	20,8	18,3	15,0
B/L	5,0	3,9	3,2
P/Ebitda	12,6	12,0	9,9

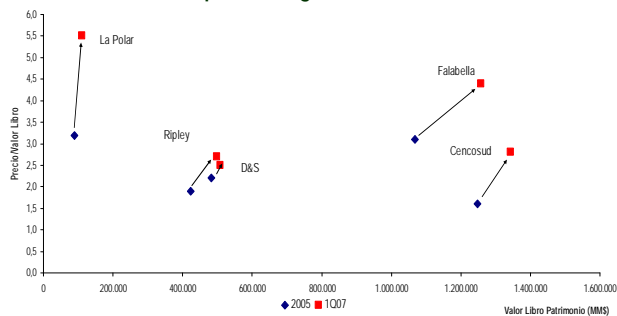
Fuente: Bolsa de Comercio, Económica, Bci Corredor de Bolsa.

Evolución precio acción versus IPSA (base 100)



Fuente: Reportes de la compañía, Bci Corredor de Bolsa.

Mapa Estratégico del Retail



Fuente: Reportes de la compañía, Económica, Bci Corredor de Bolsa.

Estimamos un precio objetivo para La Polar de \$3.400 por acción, en un horizonte de 12 a 18 meses. Dado el precio actual de \$3.000, esperamos un retorno de 13,3%, mayor a lo que estimamos para el mercado por lo que nuestra recomendación es Comprar.

La Polar se encuentra en el negocio del retail, específicamente en las tiendas por departamento. Este negocio ha crecido bastante en los últimos años, debido principalmente a las mejores condiciones económicas, al mayor acceso al crédito que ha sido explotado por el desarrollo del retail financiero y a un escenario competitivo que ha obligado a los participantes a evolucionar en la búsqueda de excelencia y eficiencia.

La Polar ha sido una de las empresas más eficientes ya sea en términos de margen Ebitda o rotación de inventarios (14,7% y 5,8 veces al 2006, respectivamente). La venta de productos de marca propia ha contribuido a los altos márgenes, especialmente al considerar la participación de 50% que éste tiene sobre las ventas.

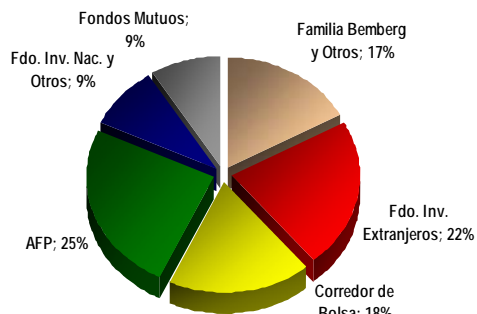
El plan de inversiones para Chile, que contempla la apertura de 10 locales para el periodo 2007-2009, implicaría un aumento cercano al 45% en la superficie de ventas, permitiendo mantener las altas tasas de crecimiento que ha presentado la empresa en el pasado reciente.

Analizando el mercado chileno y el comportamiento de sus participantes, es claro que cada vez es más importante buscar negocios más allá de las fronteras nacionales. Dicho esto, La Polar ha anunciado su **intención de internacionalizarse**. Se espera que cuente con **tres locales fuera de Chile al año 2008**. Nuestro modelo no incorpora esta opción. La tesis que apuntaría al éxito en este proceso está fundamentado en tres aspectos principales: En primer lugar, los buenos resultados en Chile radican en el **conocimiento profundo del segmento objetivo**. Estimamos que La Polar tiene una capacidad y estrategia que permitirían replicar estos resultados en mercados extranjeros. Además, la **situación socioeconómica está mejorando en muchos países latinoamericanos** (como Colombia y Perú), lo que implica una mayor capacidad pagadora y una mayor estabilidad en el patrón de consumo. La Polar podría aprovechar esta instancia para dar acceso a crédito a segmentos que hasta la fecha no estaban bancarizados. Finalmente, creemos que de entrar La Polar en un mercado ya incursionado por actores nacionales (por ejemplo Perú), tendría una ventaja estratégica. Específicamente, **el nivel socioeconómico de estos países es más cercano al segmento que actualmente está enfocado La Polar**, por lo que ya tiene una expertise desarrollada para el tipo de clientes.

Si bien el Transantiago ha afectado a las ventas de La Polar, consideramos que los efectos son transitorios. Esto porque si bien efectivamente se ha cambiado el comportamiento de consumo de las personas, el efecto debiese atenuarse en la medida que se corrige el problema del sistema de transporte.

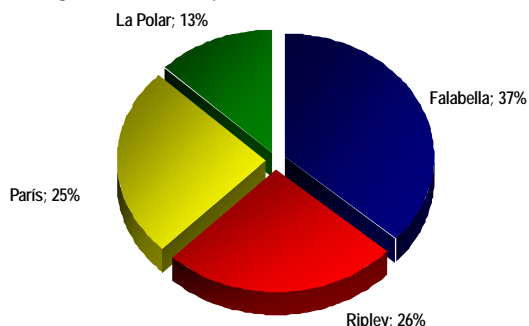
Finalmente, reiteramos la posición que tiene la empresa en el **Mapa Estratégico del Retail** (empresas que han construido una marca muy fuerte, que son expertas en las partes de la cadena de valor en que operan y por ende han generado una **alta expectativa de crecimiento**). Esto vendrá demostrado por incrementos del Ebitda de 25% y 20,3%; alcanzando márgenes Ebitda de 15,2% y 15,4% para 2007 y 2008, respectivamente. A esto se suma que **el ratio Precio-Ebitda todavía se encuentra por debajo del promedio de sus pares**, existiendo posibilidades de rentabilizar esta diferencia en un futuro. En vista de nuestro modelo, **estimamos que el precio de la acción, en un horizonte de 12 a 18 meses, llegaría a los \$3.400.**

Figura N°1: Estructura de Propiedad La Polar (1Q07)



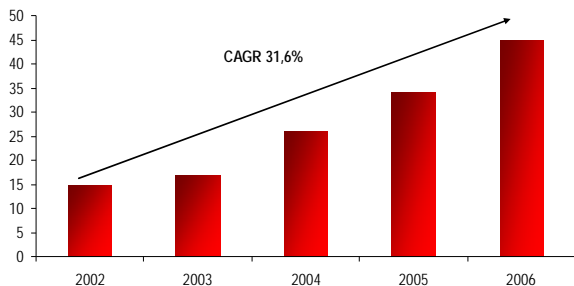
Fuente: Reportes de la compañía; Bci Corredor de Bolsa.

Figura N°2: Participación de Mercado (2006)



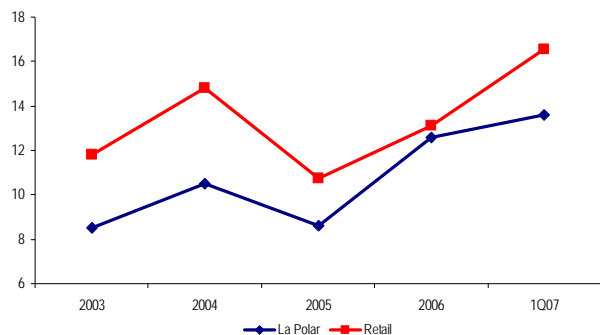
Fuente: Reportes de las compañías, Bci Corredor de Bolsa.

Figura N°3: Evolución Ebitda (MM\$ a Dic.2006)



Fuente: Reportes de la compañía, Bci Corredor de Bolsa.

Figura N°4: Evolución Ratio P/Ebitda



Ratios P/Ebitda de 1Q07 al 31/05/07

Fuente: Reportes de la compañía, Económica, Bci Corredor de Bolsa.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Empresas La Polar S.A. es uno de los participantes relevantes del retail nacional, especializándose en el negocio de tiendas por departamento.

Su historia relata cambios profundos en la administración, desde la quiebra virtual a mediados de 1999, la posterior toma de control por parte de Southern Cross Group que revitalizó a la empresa, la apertura a la bolsa en 2003 y un fuerte plan de expansión que llevó a la compañía a pasar de tener 26.000 metros cuadrados en 1999 a cerca de 110.000 al 2006.

En 2006, tras un disputado remate, la familia Bemberg consiguió adquirir el porcentaje que el fondo de inversiones Southern Cross puso a la venta. Actualmente la familia en conjunto con miembros de la plana ejecutiva poseen el 17% de la propiedad accionaria.

A diferencia de la mayoría de las empresas chilenas abiertas a bolsa, no existe un holding controlador. Esto se puede apreciar claramente en la Figura N°1. De hecho, el free-float es cercano al 83%, siendo la acción una de las más líquidas de la bolsa nacional.

Finalmente, el 2007 se realizó un aumento de capital por MM\$33.000, mediante la emisión de 15.876.681 acciones para financiar el plan de expansión, de los cuales el 10% será destinado para planes de compensación.

EL NEGOCIO

La Polar se encuentra en el negocio del retail, específicamente en las tiendas por departamento. Este negocio ha crecido bastante en los últimos años, debido principalmente por las mejores condiciones económicas, el mayor acceso al crédito que ha sido explotado por el desarrollo del retail financiero y por un escenario competitivo que ha obligado a los participantes a evolucionar en la búsqueda de la excelencia y eficiencia.

Si bien cuando Southern Cross tomó el control de La Polar esta tenía una participación de 4%, el buen desempeño permitió acrecentar esta cifra, alcanzando un 13% al 2006 (ver Figura N°2).

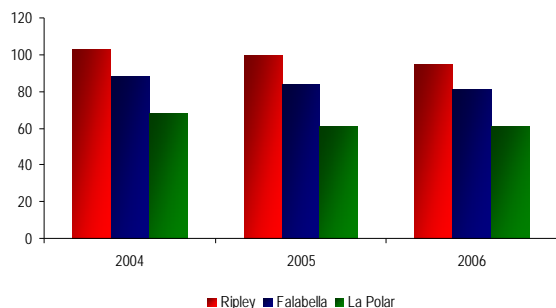
Desmenuzando los fundamentos que han contribuido a este éxito, destaca el **entendimiento del cliente en todos sus sentidos**. Esto ha significado entre otras cosas una evolución en el mix de productos. En un comienzo, casi todo lo que se vendía era vestuario. En la medida que se fueron incorporando tendencias tecnológicas, el mix aumentó la participación de electrónica y hogar, alcanzando un 49%. Esto contribuye a aumentar los ingresos y márgenes, por ser bienes de mayor valor agregado.

Esto no podría haber resultado exitoso sin el apoyo del **negocio financiero**. Un tema que ha sido reiterativo es que el segmento al que La Polar apunta había sido dejado de lado en términos de acceso al crédito, especialmente después de la crisis del 1999. La Polar aprovechó esta oportunidad y la explotó, transformándose la tarjeta no sólo en un medio de pago, sino que también en una herramienta de fidelización. El porcentaje de ventas que son realizados con la tarjeta alcanza el 70%, resaltando el punto anterior, mientras que la participación de los ingresos de la tarjeta sobre los ingresos totales ha subido desde una cifra cercana a 20,5% (2003) hasta un 24,5% al 2006.

La incursión de productos de **marca propia** ha contribuido a la estrategia. Actualmente, cerca del 50% de las ventas son de este tipo. La empresa ha creado un portfolio de marcas propias destinadas a cada subsegmento y tipo de producto, contribuyendo al margen de la empresa.

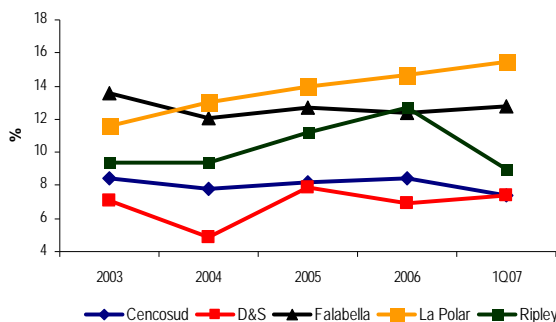
Todo lo anterior ha repercutido en un crecimiento promedio acumulado (CAGR) de 31,5% (ver Figura N°3) para el Ebitda. Sin embargo, el precio accionario no se ha ajustado en la misma medida. Como se puede apreciar en la Figura N°4, **el ratio Precio-Ebitda todavía se encuentra por debajo del promedio de sus pares, existiendo posibilidades de rentabilizar esta diferencia en un futuro**.

Figura N°5: Permanencia de Inventarios



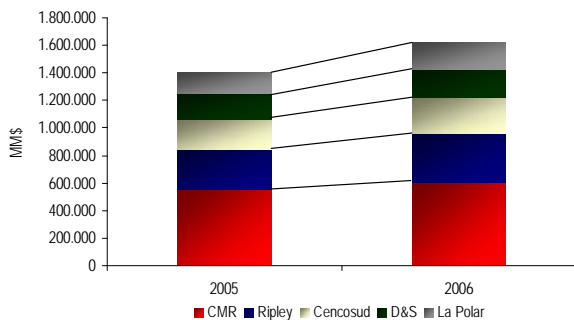
Fuente: Reportes de las compañías; Bci Corredor de Bolsa.

Figura N°6: Márgenes Ebitda



Fuente: Reportes de las compañías; Bci Corredor de Bolsa.

Figura N°7: Colocaciones Retail Financiero en Chile



Fuente: Reportes de las compañías; Bci Corredor de Bolsa.

Figura N°8: Número de Locales y Metros Cuadrados en Chile

	M2 Venta 1Q07	N° Locales 1Q07	Aperturas 2007
Falabella	187.977	35	4
La Polar	110.750	31	5
Paris	199.243	24	4
Ripley	185.685	34	6
Total	683.655	124	19

Fuente: Reportes de las compañías; Bci Corredor de Bolsa.

FUNDAMENTOS

Una de las características principales de un buen retailer es el **nivel de eficiencia con que opera**. La Polar cuenta con la menor **permanencia de inventarios** (ver Figura N°5). Este indicador es especialmente útil cuando gran parte del mix de ventas incluye productos sujetos a moda. Por ejemplo, suele suceder que queda un gran stock de ropa, que tiene que venderse a muy bajo precio, pues una vez pasado la época es difícil vender. En el caso de La Polar, la participación de vestuario y deportes alcanza un 51% de la oferta de productos. Esto se traduce en una eficiente estrategia de compra y venta, que permite liquidar rápidamente los productos "obsoletos" dejando lugar para los nuevos ítems a vender.

La eficiencia también puede ser analizada de acuerdo a los márgenes. Como se puede apreciar en la Figura N°6, **La Polar es la empresa con mayores márgenes Ebitda** en los últimos tres años (respecto a muestra de cinco empresas del retail).

Analizando el mercado chileno y el comportamiento de sus participantes, es claro que cada vez es más importante buscar negocios más allá de las fronteras nacionales. Actualmente Cencosud, Falabella y Ripley consiguen en promedio cerca del 25% de sus ingresos en el extranjero (datos al 2006). La Polar no se ha quedado atrás y ha anunciado su **intención de internacionalización**. Se espera que cuente con **tres locales fuera de Chile al 2008**. Nuestro modelo no incorpora esta opción.

La tesis que apuntaría al éxito en este proceso está fundamentado en tres aspectos principales: En primer lugar, los buenos resultados en Chile radican en el **conocimiento profundo del segmento objetivo**. Estimamos que La Polar tiene una capacidad y estrategia que permitirían replicar estos resultados en mercados extranjeros. Además, la **situación socioeconómica está mejorando en muchos países latinoamericanos** (como Colombia y Perú), lo que implica una mayor capacidad pagadora y una mayor estabilidad en el patrón de consumo. A modo de ejemplo, Falabella y Ripley poseen el 14% de participación de mercado en créditos de consumo para el mercado peruano, cifra que debiera crecer por los puntos antes descritos. La Polar podría aprovechar esta instancia para dar acceso a crédito a segmentos que hasta la fecha no estaban bancarizados. Finalmente, creemos que de entrar La Polar en un mercado ya incursionado por actores nacionales (por ejemplo Perú), tendría una ventaja estratégica. Específicamente, **el nivel socioeconómico de estos países es más cercano al segmento que actualmente está enfocado La Polar**, por lo que ya tienen una expertise desarrollada para el tipo de clientes.

Otro pilar fundamental que sustenta al negocio es el **retail financiero**. Las colocaciones han tenido un salto importante al 2006 (respecto 2005), creciendo un 24,3%, muy por sobre el promedio de 17% de la muestra. Esto puede apreciarse al analizar la Figura N°7. Aunque esto podría traducirse en un mayor nivel de riesgo crediticio (considerando el tipo de cliente que La Polar atiende), **la empresa ha desarrollado estrategias que le han permitido controlar mejor a éste**. Una de ellas se describe a continuación: El segmento que atiende La Polar no posee un gran acceso al crédito. Por medio de alianzas con servicios esenciales para la población (por ejemplo, con empresas de transporte, salud, telefonía celular y otros), la tarjeta se vuelve indispensable para estas personas, haciéndolas menos proclives a no cumplir con los pagos, puesto que perderían los beneficios susodichos. Es indispensable crear estrategias que minimicen el riesgo, especialmente al considerar que los ingresos del retail financiero alcanzan cerca del 25% de los ingresos de La Polar. **Esperamos que este porcentaje se incremente en los próximos años hasta llegar a un 30%**.

Finalmente, destaca el **plan de inversiones para Chile**, que contempla la apertura de 10 locales para el periodo 2007-2009. Esto implicaría un aumento cercano al 45% en la superficie de ventas, permitiendo mantener las altas tasas de crecimiento que ha presentado la empresa en el pasado reciente.

RIESGOS ASOCIADOS

Existe un riesgo de **saturación de mercado**, en la medida que todos los participantes mantengan agresivos planes de expansión. Sólo el año 2007 se proyectan 19 aperturas en Chile (ver Figura N°8). En todo caso, el actual foco de atención es la internacionalización, por lo que no debiera aumentar significativamente este riesgo.

Figura N°9: Estado de Resultados Proyectados

(Cifras en MM\$)	2006	2007E	2008E
Ingresos Operacionales	303.071	367.233	434.624
Costos Operacionales	-191.115	-230.657	-271.899
GAV	-72.752	-87.930	-103.799
Resultado Operacional	39.204	48.646	58.926
<i>Margen Operacional</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,2%</i>	<i>13,6%</i>
Resultado No Operacional	-6.420	-4.805	-5.322
Utilidad antes de Impuesto	32.677	43.841	53.604
Utilidad Final	27.055	36.388	44.492
UPA (\$/acción)	130,92	163,52	199,94
<i>Margen Neto</i>	<i>8,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>10,2%</i>
Ebitda	44.620	55.785	67.108
<i>Margen Ebitda</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,2%</i>	<i>15,4%</i>

Fuente: Reportes de la compañía, Bci Corredor de Bolsa.

Figura N°10: Balance Proyectado

Balance (MM\$)	2006	2007E	2008E
Total Activo Circulante	186.120	222.166	263.833
Total Activo Fijo	49.896	63.146	68.089
Otros Activos	55.959	56.207	63.977
Total Activos	291.976	341.518	395.899
Total Pasivos de Corto Plazo	99.343	110.332	120.278
Total Deuda Largo Plazo	80.215	57.916	68.503
Total Pasivos	179.558	168.248	188.781
Interes Minoritario	340	-	-
Total Patrimonio	112.078	172.931	206.778
Total Pasivos y Patrimonio	291.976	341.518	395.899

Fuente: Reportes de la compañía, Bci Corredor de Bolsa.

Figura N°11: Flujo de Caja Proyectado

Flujo de Caja (MM\$)	2007E	2008E
EBIT	48.646	58.926
Impuesto sobre EBIT	-8.270	-10.017
NOPLAT	40.376	48.909
+ Depreciación	7.139	8.182
- Inversión	-20.389	-13.125
- Inversión en K de Trabajo	-25.056	-31.721
+ Aumento de Capital Anunciado	0	0
Flujo de Caja Proyectado	2.070	12.245

Fuente: Reportes de la compañía, Bci Corredor de Bolsa.

Otro riesgo relevante es el respectivo a la **internacionalización**. En primer lugar, es posible que la empresa se tope con otros participantes que ya conocen al mercado y que respondan con estrategias más agresivas para impedir el deterioro de sus participaciones de mercado. Por su parte, la estrategia de La Polar se centra en el conocimiento del cliente. Si la empresa falla en adecuar su oferta a las características e idiosincrasias características de un país, podría tener dificultades. Finalmente, no hay historial de pago en los países objetivos, lo que puede erosionar al negocio financiero. Sin embargo, destacamos que cuando Southern Cross tomó el control de La Polar, prácticamente creó de cero la cartera de clientes, por lo que creemos que la empresa cuenta con la capacidad para generar una cartera con un riesgo crediticio apropiado.

La **sensibilidad del retail a los ciclos económicos** es otra variable a monitorear. Esto no sólo por la elasticidad del consumo a la situación económica, sino que también por el incremento del riesgo asociado debido a la participación del negocio financiero sobre los ingresos y de una cartera que podría considerarse más riesgosa para el caso de La Polar. Hay que recordar que países subdesarrollados como Chile son más proclives a restricciones crediticias ante shocks que aumenten las tasas de interés. No obstante, La Polar tiene claro este punto y ha desarrollado estrategias para minimizar este riesgo como mencionamos anteriormente.

SUPUESTOS

Los principales supuestos utilizados en nuestro modelo son los siguientes:

-Crecimientos del **Ebitda de 25%, 20,3% y 15,2%** para el período 2007-2009. Posteriormente se estabiliza este crecimiento. **El modelo no toma en cuenta el proceso de internacionalización, por lo que esta tendencia podría cambiar sustancialmente.**

-**Plan de inversiones de US\$100MM** hasta el 2009, correspondientes a las aperturas de 5, 3 y 2 locales en cada uno de los años respectivos (2007 a 2009). **No se toma en cuenta las expectativas de aperturas internacionales de tres locales para 2008.**

-Tasa de Dividendos de un 30%.

-Tasa de Crecimiento Nominal a Perpetuidad de un 5%.

- Premio por riesgo de mercado de un 6%, Beta de las acciones de 1,25.

-Tasa de descuento de 11%.

CONCLUSIÓN

La Polar ha tenido un desempeño destacable en el sector retail al haber desarrollado un segmento socioeconómico que anteriormente no había sido sujeto de crédito.

El éxito de La Polar se centra en el conocimiento profundo de su segmento objetivo, desarrollando toda la estrategia en torno al cliente. Elementos que apoyan esta estrategia es la creación de productos de marca propia, que alcanzan un porcentaje relevante en las ventas (50%), contribuyendo a los altos márgenes que la empresa posee. Además, estas marcas han ganado un lugar en la mente del consumidor.

Debido a la alta participación del retail financiero en los ingresos de la compañía, sumado al riesgo proveniente de la cartera de clientes, la Polar ha tenido que buscar maneras de controlar mejor el comportamiento de pago. En este proceso ha desarrollado estrategias que apuntan a este fin. Esto ha permitido incrementar la participación del ingreso del retail financiero sin un subsiguiente incremento en el nivel de riesgo.

El próximo paso es la internacionalización. Creemos que La Polar puede replicar su estrategia con éxito debido a su capacidad de entender qué es lo que quiere el cliente. Esto sumado al potencial de mercados adyacentes a Chile, ya sea en cuanto a proyecciones de crecimiento como en cuanto a tamaño de los mercados relativos.



**DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS
BCI CORREDOR DE BOLSA S.A.**

Alvaro Pereyra
Sub Gerente de Estudios
Estrategia
apereyr@bci.cl
(56-2) 692 8944

Pamela Auszenker
Analista de Estudios
Telecom e Internacional
pauszen@bci.cl
(56-2) 692 8928

Yosy Banach
Analista de Estudios
Retail
ybanach@bci.cl
(56-2) 692 8968

Carlos Lagos
Analista de Estudios
Electricidad
clagosm@bci.cl
(56-2) 692 8956

Felipe Tornero
Analista de Estudios
Forestal y Recursos Naturales
ftorner@bci.cl
(56-2) 692 8922

Información Relevante

Recomendación BCI	Definición
Comprar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es superior en 5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Mantener	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero se encuentra entre +/-5% respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Reducir	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es inferior en 5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
S/R	Sin Recomendación.
E.R.	Precio en Revisión.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de Bci Corredor de Bolsa S.A.. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite el Departamento de Estudios respecto de los instrumentos financieros que analizan responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías que se transan en bolsa y apoyado en las mejores herramientas disponibles. No obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. Todas las opiniones y proyecciones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Corredor de Bolsa S.A. y/o cualquier sociedad o persona relacionada con éste, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en este informe y puede comprar o vender esos mismos instrumentos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.