

## SOBREPONDERAR

08 de enero de 2009

Pamela Auszenker

pauszen@bci.cl  
(56 2) 692 8928

Jorge Kehdy

jkehdy@bci.cl  
(56 2) 383 9671

## La Polar

### Un Producto Internacional

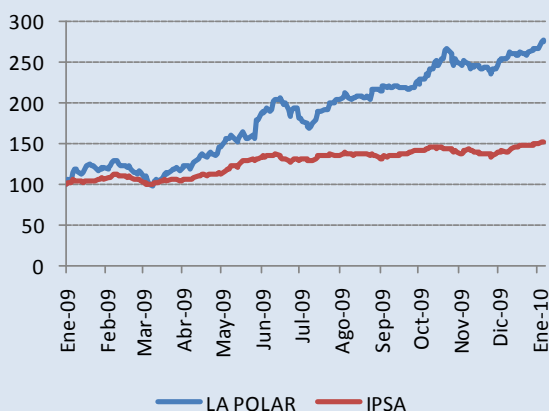
**Precio Objetivo: \$3.604 Precio Actual: \$2.970**

- Estimamos un precio objetivo de \$3.604, lo que dado el precio actual representa una rentabilidad esperada 21,3% en un horizonte de 12 a 18 meses, por lo que la recomendación es "Sobreponderar".
- Dadas nuestras proyecciones estimamos una P/U para La Polar de 14,1x para el 2010 y 11,9x para el 2011, mientras un EV/Ebitda de 11,1x y 9,2x, respectivamente.

Resumen Actualización			
Recomendación	"Sobreponderar"		
Precio Objetivo	\$ 3.604		
Ebitda '09E (MM\$)	78.952		
Utilidad '09E (MM\$)	51.596		
Información Bursátil			
Market Cap MMU\$	1.502		
Rent. Acción '09	175%		
Floating	100%		
Dividend Yield	1,80%		
Ratios (veces)	2009	2010E	2011E
P/U 12 meses	12,3	14,1	11,9
B/L 12 meses	2,6	2,1	1,8
EV/Ebitda 12 meses	11,7	11,1	9,2

Estimamos un precio objetivo para La Polar de \$3.604 por acción, en un horizonte de 12 a 18 meses. Dado el precio actual de \$2.970 esperamos un retorno de 21,3%, superior al retorno que estimamos para el mercado en el mismo período, por lo que recomendamos Sobreponderar la acción. **Son tres las principales razones que nos llevan a tener una positiva visión de la compañía en el mediano y largo plazo: gran perspectiva de crecimiento, profundo conocimiento del segmento objetivo y un destacado equipo gerencial con que cuenta la compañía (management).**

**FIGURA 1: EVOLUCIÓN PRECIO ACCIÓN LA POLAR VERSUS IPSA (BASE 100: ENERO 2009)**

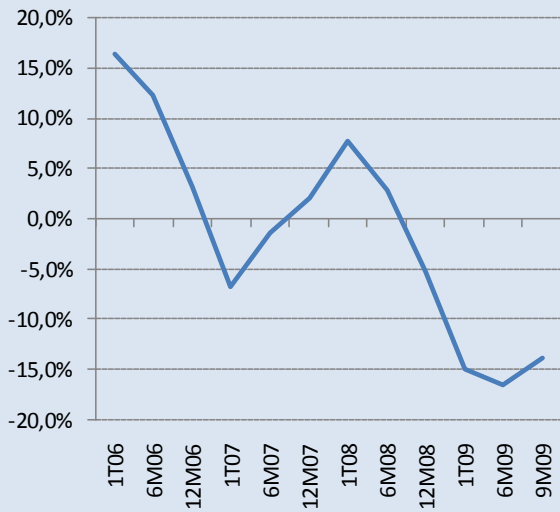


Fuente: Bloomberg; BCI Corredor de Bolsa.

- **Auspiciosas perspectivas de crecimiento para la compañía.** A pesar del alto nivel de maduración de las grandes tiendas en Chile y un menor dinamismo en la economía, La Polar tiene altas proyecciones de crecimiento, lo cual se sustenta en una mayor profundización del negocio financiero y la internacionalización de sus operaciones en Colombia.
- **Respecto a Colombia, la baja penetración y el bajo desarrollo del retail formal en ese país dan una gran cabida para el crecimiento de las operaciones de la compañía.** La Polar estima comenzar sus operaciones en dicho país a mediados del año 2010, y espera abrir seis tiendas para finales del 2012. Estimamos que en diez años plazo Colombia representará en torno al 25% de los ingresos consolidados.
- **Alto conocimiento de su segmento objetivo.** Ello le permite a la compañía adaptarse en forma rápida a las distintas necesidades de sus clientes. Adicionalmente, el conocimiento de su cartera le permite manejar en forma adecuada el negocio financiero. Otra fortaleza que presenta la compañía es que tiene dos negocios muy definidos y complementarios.

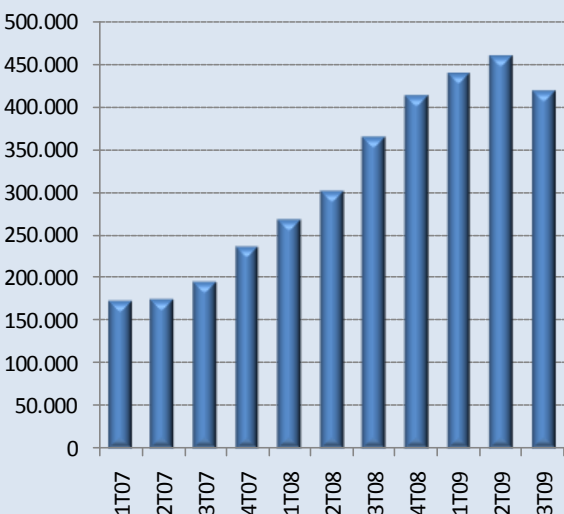
- **Equipo gerencial probado y de alta calidad, que ha sabido manejar con éxito la compañía en los últimos años.** Así, La Polar ha tenido resultados muy positivos en los dichos periodos, incluidos los últimos semestres, a pesar de la crisis económica que afectó al país.
- **Finalmente, La Polar presenta niveles de eficiencia y rentabilidad sobre la industria.** La compañía ha continuado mostrando indicadores –en términos de márgenes y rotación de inventarios– sobre la media de la industria, situación que esperamos se mantenga en los próximos años.
- **Nuestra recomendación está sujeta a ciertos riesgos, destacando los siguientes:** (1) mayor sensibilidad del sector retail a los ciclos económicos; (2) alto desempleo perjudica su nivel de gastos en provisiones y castigos, así como derivar en menores ventas; (3) desafío en Colombia, considerando que se debe replicar el modelo chileno con éxito; (4) mayor competencia y fortalecimiento de retailers más pequeños; (5) riesgo financiero, debido al mayor nivel de endeudamiento respecto a periodos pasados.

**FIGURA 2: EVOLUCIÓN SSS\* (A/A) NOMINALES LA POLAR**



Nota: (\*) SSS= Ventas Por Local Equivalente  
Fuente: Reportes de la compañía; BCI Corredor de Bolsa.

**FIGURA 3: EVOLUCIÓN CARTERA DE COLOCACIONES (MM\$ NOMINALES)**



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

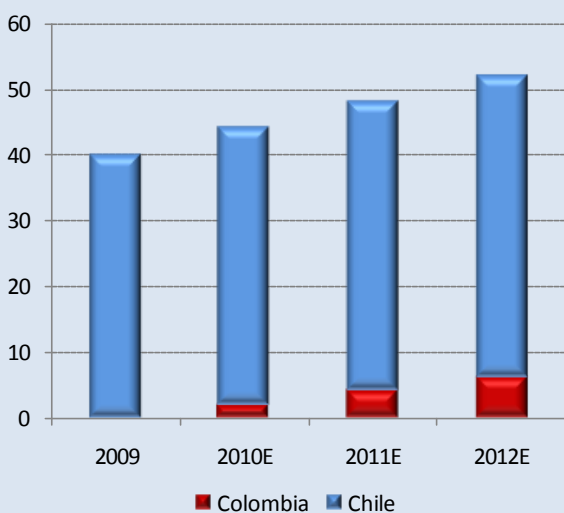
## Fundamentos de Inversión

Los fundamentos que respaldan nuestra recomendación de inversión y precio objetivo se basan en tres pilares fundamentales: excelentes perspectivas de crecimiento para la firma –más aún luego de iniciar su proceso de internacionalización hacia Colombia–, profundo conocimiento de su segmento objetivo –debilidades, riesgos y oportunidades– y, por último, el destacado equipo gerencial con el que cuenta –foco claro, estrategias y caminos bien definidos–.

## Auspiciosas Perspectivas de Crecimiento

Las auspiciosas perspectivas de crecimiento para La Polar no se han visto limitadas. Si bien las ventas por locales equivalentes (SSS por sus siglas en inglés) han mostrado cifras negativas en los últimos períodos (Figura 2), existen dos fuerzas que potenciarán el crecimiento de la compañía los próximos años: mayor profundidad del negocio financiero y su internacionalización en Colombia. Sabido es que el negocio de Tiendas por Departamentos es una línea relativamente madura en el mercado local, en que los SSS cada vez más muestran cifras cercanas a cero o en terreno negativo, evidenciando por un lado el menor dinamismo económico del país y , por otro lado, las menores proyecciones de crecimiento para los retailers locales. Lo anterior en parte se explica por la alta competitividad del sector, en que sólo unos cuantos competidores concentran gran parte de las ventas, un mercado formal muy desarrollado –lejos de otros países latinoamericanos en que aún el mercado informal tiene una gran participación– y, por último, la importante expansión que han tenido los metros cuadrados de venta en los últimos años. Sin embargo, las proyecciones de crecimiento de la compañía no se limitan a esto, sino que más bien existen dos fuerzas que potenciarán y guiarán el crecimiento de los resultados para los próximos años.

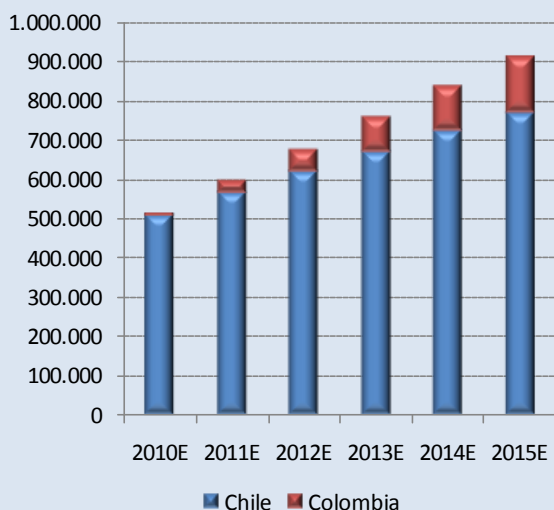
La primera fuerza tiene que ver con el negocio financiero en sí. La Polar apunta a los segmentos medios y medios bajos, compuestos por los grupos socioeconómicos C3 y D, segmentos que el sistema financiero no cubre debido a su mayor riesgo, pero que presentan una alta rentabilidad. Asimismo, la creciente fuerza laboral femenina, aspecto clave en el desarrollo del negocio, potenciará los ingresos financieros. Entre el 2004 y 2008 la compañía ha mostrado una tasa de crecimiento promedio acumulado anual de 36% en sus colocaciones, siendo el único retailer en Chile en registrar crecimiento en la cartera de colocaciones desde diciembre 2008 a la fecha (Figura 3). Estas cifras son explicadas principalmente por una profundización del negocio financiero y un mayor alcance hacia ese segmento. Es así que estimamos que aún hay bastante espacio para continuar potenciando este negocio, a medida que la recuperación económica se mantenga, el ingreso per cápita vaya en aumento –ampliando así el poder adquisitivo–, particularmente de este segmento de la población. Adicionalmente, el acceso al crédito que les proporciona La Polar y la creciente fuerza laboral femenina irán profundizando este negocio – recordemos que cerca del 70% de los clientes de la compañía son mujeres–.

**FIGURA 4: PROYECCIÓN APERTURA NÚMERO DE TIENDAS LA POLAR**


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

**La segunda fuerza que estimamos potenciará y guiará el crecimiento será el proceso de internacionalización que ha iniciado en Colombia.** La Polar proyecta comenzar sus operaciones en el país cafetero a mediados del 2010 y espera abrir un total de 6 tiendas en un periodo de tres años (Figura 4). Si logra replicar su actual modelo de negocios –tal como la compañía ha manifestado desea hacerlo y creemos que será relativamente exitosa en lograrlo– esperamos que el mercado colombiano constituya una importante fuente de ingresos. En esta línea, estimamos que en diez años plazo representará en torno al 25% de los ingresos consolidados. Colombia ha comenzado a mostrarse como un atractivo mercado para inversionistas extranjeros. De hecho, está entre los diez países del mundo donde más se han realizado reformas en el último año que favorecen a las normativas empresariales, desde el punto de vista del acceso al crédito, permisos de construcción, pago de impuestos y principalmente mayor facilidad para la apertura de empresas, favoreciendo así el arribo de La Polar. Asimismo, la baja penetración y el bajo desarrollo del *retail* formal en ese país dan una gran cabida para el desarrollo de las operaciones de la compañía.

Lo anterior, junto al hecho de que Colombia posee un ingreso per cápita que se ubica entre los más bajos de la región –y que por lo mismo esperamos crezca a importantes tasas los próximos años–, debieran potenciar los resultados en dicho país. Así, esperamos que la compañía inicie sus operaciones tímidamente a mediados del 2010 con la apertura de un nuevo local y paralelamente comience a desarrollar el negocio financiero. Estimamos que los ingresos provenientes del país cafetero debieran representar una cifra marginal de los ingresos consolidados a finales del 2010, y aumentando en forma progresiva en los años venideros (Figura 5).

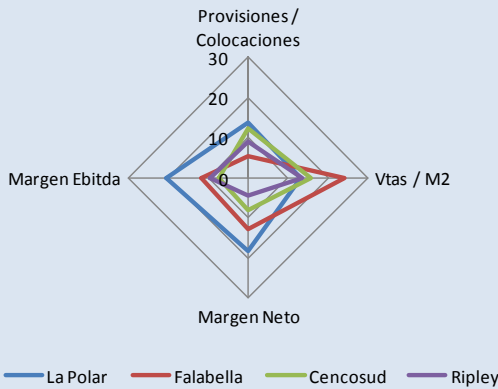
**FIGURA 5: INGRESOS TOTALES ESTIMADOS POR PAÍS (MM\$)**


Fuente: BCI Corredor de Bolsa.

### Conocimiento del Segmento Objetivo

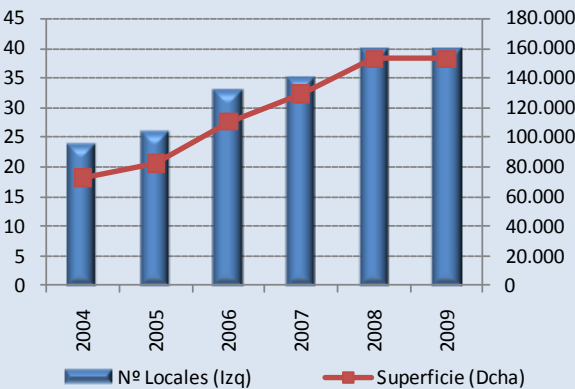
**Una de las principales ventajas competitivas de La Polar es el profundo conocimiento de su segmento objetivo.** Lo anterior se refleja en el mix de productos ofrecidos, que cambia constantemente adaptándose a las necesidades de sus clientes y en los servicios ofrecidos, tanto en la tienda como en comercios asociados. Adicionalmente, el gran conocimiento de su cartera de clientes le permite que su negocio financiero tenga un funcionamiento muy similar a un sistema de microcrédito, aminorando de la mejor forma posible el riesgo de no pago. Esta ventaja constituye un factor clave en el manejo de su cartera de colocaciones. Es decir, ante períodos recesivos como el registrado durante gran parte del año 2009, y dado que La Polar atiende a un segmento de la población más sensible a los ciclos económicos, la compañía es capaz de prever el comportamiento que debiera seguir su cartera de colocaciones, esto le permite adelantarse a una situación en que los indicadores de riesgo se muestren deteriorados, desarrollando políticas de contención del crédito y mayor cobranza, reduciendo así el riesgo de no pago. En esta línea, el nivel de provisiones sobre colocaciones alcanzó un máximo de 14,4% a marzo de este año, mostrando cierta recuperación en los dos trimestres posteriores. Aún así, este nivel es superior al que exhiben sus competidores, lo que se explica por una cartera más riesgosa de préstamos.

FIGURA 6: COMPARACIÓN RETAILERS NACIONALES



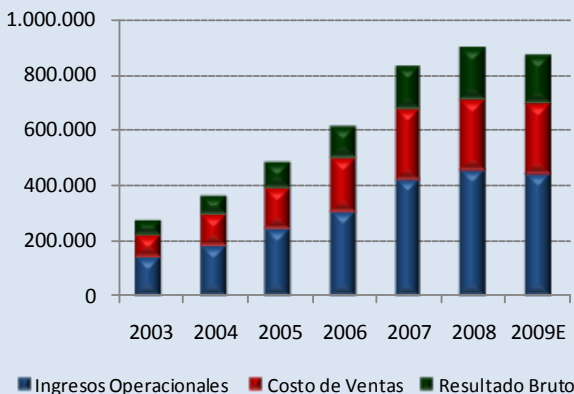
Fuente: Economática; BCI Corredor de Bolsa.

FIGURA 7: EVOLUCIÓN SUPERFICIE DE VENTA (M<sup>2</sup>)



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

FIGURA 8: EVOLUCIÓN RESULTADOS LA POLAR (MM\$)



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

## Equipo Gerencial Altamente Enfocado

El *management* o equipo gerencial de La Polar se ha destacado por sus estrategias claras y bien definidas. Tras los positivos resultados de los últimos años –incluidos los últimos trimestres, que a pesar de obtener caídas en Ebitda, fueron relativamente positivos dado el entorno económico–, luego de rechazar la oferta de fusión por parte de Supermercados del Sur, por considerar que no implicaba sinergias de consideración, y finalmente optar únicamente por iniciar su proceso de internacionalización en Colombia, quedó en evidencia que el equipo gerencial que lidera la compañía tiene muy bien delineados sus objetivos y las estrategias necesarias para alcanzarlos. Si bien es cierto que, dejando de lado el negocio financiero, las perspectivas de crecimiento de La Polar se mostraban cada vez más acotadas (SSS en terreno negativo e indicadores de eficiencia en sus niveles máximos) la oferta de fusión que parecía ser una atractiva oportunidad, que de alguna manera resultaba ser un negocio complementario al de Tiendas por Departamento –principalmente por la plataforma como negocio financiero–, el rechazo de la oferta no acotó las proyecciones de crecimiento para la compañía. El *management* consideró que la oferta de fusión no presentaba sinergias de consideración y prefirió concentrarse en su próximo paso: la internacionalización de sus operaciones. Es así como la compañía mostró una vez más que tiene claro hacia dónde se encaminan sus mayores proyecciones de crecimiento. A nuestro parecer, lo anterior no hace más que otorgar mayor credibilidad al equipo gerencial de La Polar y, por lo tanto, a sus proyecciones de crecimiento. Ello, además, queda evidenciado en la mayor eficiencia con respecto a los competidores, reflejado en mayores márgenes Ebitda y neto (Figura 6).

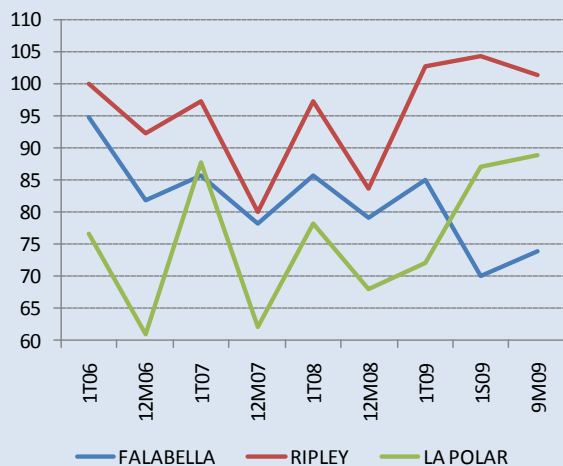
## Situación Actual y Proyecciones

### Mejora en Perspectivas Económicas Locales se traducirá en crecimiento de ingresos

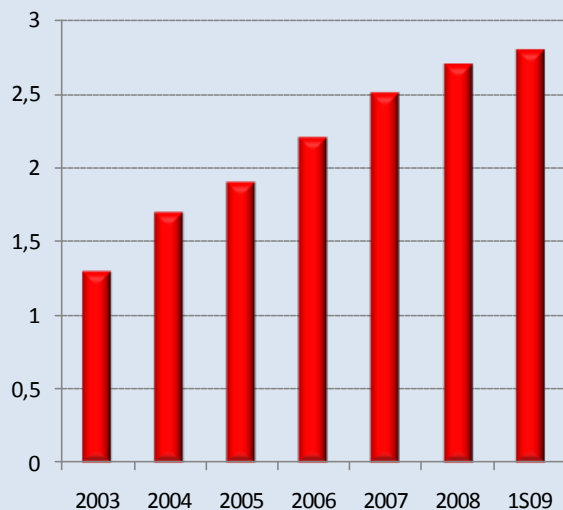
Una de las principales fortalezas de la compañía es que tiene dos negocios muy definidos y complementarios: *retail* y financiero. A diferencia de otros *retailers* locales, La Polar tiene todo su foco puesto en el negocio de Tiendas por Departamento y a partir de eso aprovecha las sinergias para desarrollar un exitoso modelo de negocio financiero. No tiene un negocio inmobiliario y prácticamente no tiene activos fijos –recordemos que tanto la mayoría de los locales como los centros de distribución son manejados con arriendos a largo plazo– lo que les permite enfocarse 100% en su *core business*. Lo anterior se refleja en el profundo conocimiento que tiene de su segmento objetivo, compensando las desventajas que significa no operar como un *retailer* integrado.

En el negocio *retail*, la compañía apunta a los segmentos medios y medios bajos, compuestos por los grupos socioeconómicos C3 y D. El profundo conocimiento que tiene la empresa de su segmento objetivo constituye su principal ventaja competitiva. Así, de la mano del desarrollo de éstos, la empresa ha crecido exponencialmente en los últimos años, tanto en número



**FIGURA 9: PERIODO PROMEDIO DE PERMANENCIA DE INVENTARIOS (DÍAS), TIENDAS POR DEPARTAMENTO**
**CHILE**


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

**FIGURA 10: EVOLUCIÓN NÚMERO DE CLIENTES TARJETA LA POLAR (MILLONES)**


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

de locales y superficie de venta (Figura 7), como en resultados (Figura 8).

A pesar de lo anterior, en los últimos períodos hemos observado un importante deterioro en algunos de los indicadores de venta *retail*, en particular las ventas por locales equivalentes o *Same Store Sales (SSS)*. Lo anterior tiene dos explicaciones. Por una parte, la menor actividad económica del país y el consecuente menor dinamismo del consumo del último tiempo se ha traducido en SSS en terreno negativo desde finales del 2008. Por otro lado, el nivel de maduración en el que se encuentra actualmente el negocio de Tiendas por Departamento en Chile ha llevado a este indicador a presentar cada vez menor crecimiento. Como consecuencia de lo anterior, muchas empresas han optado por la internacionalización con el fin de replicar el exitoso modelo de negocio logrado en el país, en mercados menos maduros, con una menor penetración de Tiendas por Departamento y que además tienen auspiciosas proyecciones de crecimiento del consumo.

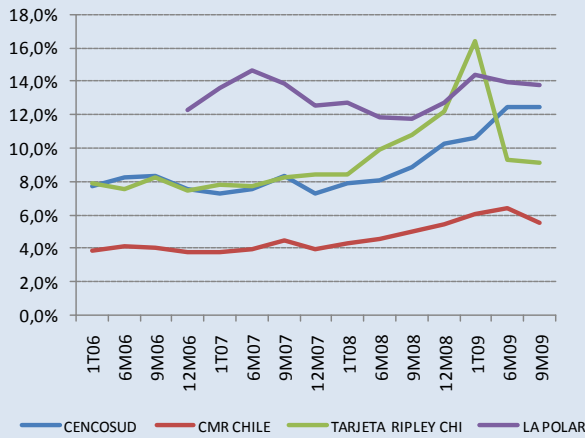
Sin embargo, ya este año debiéramos comenzar a ver cifras positivas de SSS, en línea con nuestras perspectivas para la economía local para el 2010 – donde estimamos que el PIB crecerá un 5,1%, marcando una notable diferencia con respecto a la contracción en torno a 2% que estimamos para el 2009–. En esta línea, las estimaciones de la Cámara Nacional de Comercio apuntan a que las ventas del sector crecerán un 5% durante el 2010. Adicionalmente, esperamos que el próximo año venga marcado por la rentabilización de las operaciones de los locales que ya se encuentran operativos, más que por una expansión en términos de metros cuadrados –de hecho entre las cuatro mayores cadenas se abrirían únicamente 4 locales en Chile durante el año, dos de ellos correspondientes a aperturas de La Polar–, siendo uno de los principales focos la mejora de las ventas por metro cuadrado. **Dado lo anterior, estimamos que dicho indicador mostrará un crecimiento en torno a 18% el 2010, retomando así valores similares a los registrados en el 2008. De ahí en adelante, esperamos crecimientos cada vez más moderados (en torno a 6% y 4%), para estabilizarse en el largo plazo en torno a 2%.**

Con respecto a sus niveles de eficiencia, La Polar ha continuado mostrando indicadores muy por sobre la media de la industria, situación que esperamos se mantenga en los próximos años. Un bajo periodo promedio de permanencia de inventarios (PPP) impide que la mercadería quede obsoleta y tenga que liquidarse, lo que repercute en los márgenes. En el caso de La Polar, si bien se observa que el indicador ha mostrado un alza en los últimos periodos –dado el menor dinamismo de la economía–, la compañía mantiene un PPP de 89 días a septiembre de 2009, denotando un destacable estándar de eficiencia, en comparación con algunos de sus pares chilenos (Figura 9).

### Consolidación de negocio financiero: riesgo relativamente bien manejado durante la crisis

El negocio financiero ha ido tomando cada vez más relevancia dentro de la compañía. Hoy los ingresos financieros representan un alto porcentaje de los ingresos totales.

**FIGURA 11: PROVISIONES/COLOCACIONES TOTALES**

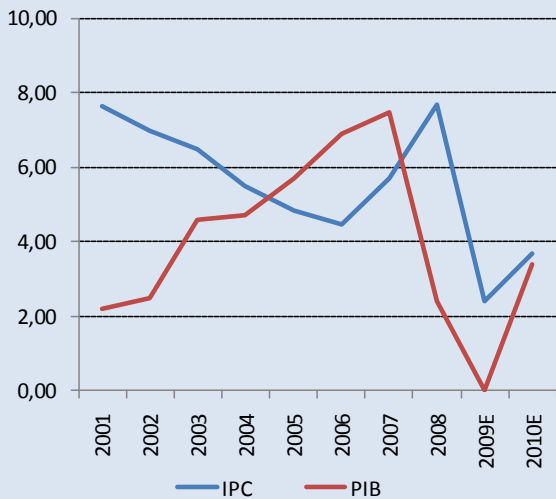


Actualmente la empresa tiene 2,8 millones de tarjetas emitidas, las cuales son usadas en cerca del 65% de las ventas de la compañía (Figura 10). De igual forma, las colocaciones han experimentado un importante crecimiento los últimos periodos, pasando de \$267.427 millones a marzo del 2008 a \$418.636 millones a septiembre de 2009 (sin considerar la cartera securitizada), con un aumento de más de 56% nominal, aún cuando en el último trimestre registró una caída de 8,6%. **Esperamos que el año finalice con colocaciones en torno a \$439.634 millones, registrando un incremento a/a de 6,6%. Para los próximos años, estimamos crecimientos moderados en torno a 8%, alentados a su vez por el desarrollo del negocio crediticio en Colombia desde el 2013.**

Por su parte, las provisiones también registraron una importante alza durante el año, dadas las mayores perspectivas de un empeoramiento en la calidad de la cartera por la coyuntura económica, pasando de representar un 11,9% de las colocaciones en junio del 2008 a un 14,4% a junio de este año. Esta estrategia se encuentra en línea con su relativa mayor exposición a un segmento más sensible a los ciclos económicos, lo que hace que este ratio se encuentre por sobre sus pares locales (Figura 11). Aún así, dada la mejora en las perspectivas del último trimestre, este indicador ya ha comenzado a mostrar caídas, al alcanzar 13,8% en septiembre de este año. **Con todo, nuestra opinión es que la compañía ha sabido manejar de manera adecuada el riesgo de la cartera, y no debiera presentar mayores contratiempos, especialmente pensando que los próximos años las variables de riesgo debieran tender a mitigarse.**

Por otra parte, una de las principales ventajas del negocio financiero de La Polar son las alianzas estratégicas que mantiene con comercios asociados, tales como Salcobrand, Lipigas, Pullman Bus, y Ferreterías MTS, entre otros. **A diferencia de otros retailers locales, la compañía mantiene alianzas con pocas marcas, pero que se ajustan a las necesidades de su segmento objetivo.** Así, con alianzas que no superan las 25 empresas, los clientes de La Polar usan intensivamente la tarjeta en los comercios asociados, lo que genera mayor fidelidad e incrementa los ingresos financieros de la compañía. Esta característica les permite acotar el riesgo, porque el uso de la tarjeta por parte de sus clientes en servicios básicos como el gas, la farmacia y otros comercios de uso mensual y de primera necesidad, reducen la probabilidad de mora por el costo que implica no poder acceder a su principal medio de pago.

**FIGURA 12: INFLACIÓN IPC 12 MESES Y CRECIMIENTO PIB ANUAL COLOMBIA (%)**



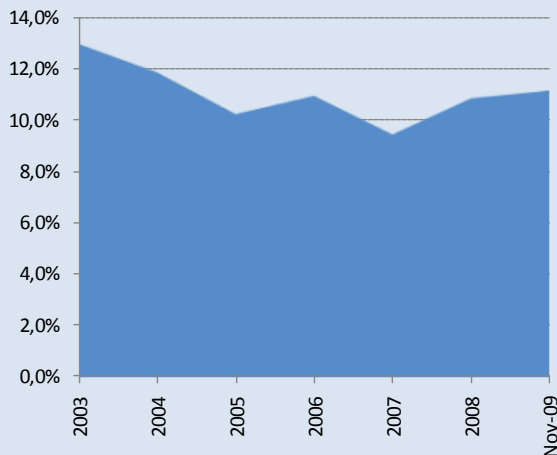
## Colombia: un país con grandes oportunidades

**Creemos que La Polar está tomando una decisión acertada al internacionalizar sus operaciones hacia Colombia. Ello principalmente por las buenas perspectivas de crecimiento que posee el país, especialmente en términos de ingreso per cápita, aumento de la clase media, la baja madurez del mercado colombiano en comparación al nuestro, y por la escasa bancarización.**

En la última década, Colombia ha logrado resultados macroeconómicos muy positivos, apoyándose en sólidos marcos institucionales. El crecimiento del PIB ha sido fuerte, la inflación se ha reducido a niveles de un dígito y se ha

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

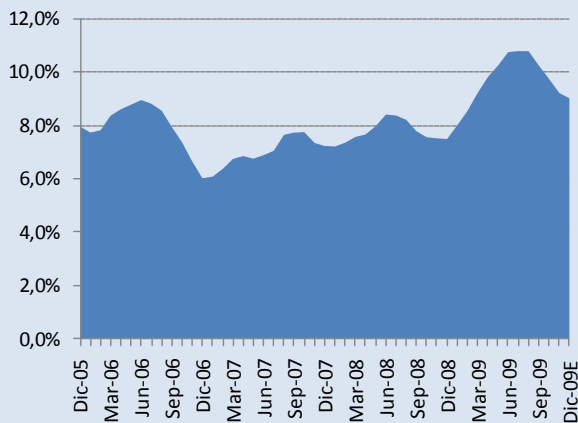
Fuente: DANE; BCI Corredor de Bolsa.

**FIGURA 13: EVOLUCIÓN TASA DE DESEMPLEO ANUAL COLOMBIA (TRIMESTRE MÓVIL)**


visto un aumento en el consumo final de los hogares (Figura 12). Todo ello ofreciendo buenas perspectivas para el país, aunque desde el tercer trimestre del 2008, algunos indicadores se han visto deteriorados por la crisis financiera. Para este año y el mediano plazo, se espera que Colombia esté en condiciones de regresar a una senda de crecimiento sostenido, reducir su déficit fiscal y deuda pública, y mantener la tasa de desempleo controlada como lo ha venido haciendo en los últimos años (Figura 13).

**El retail en Colombia es principalmente informal, sector que representa alrededor del 50% de las ventas del comercio al por menor, lo que se convierte en una atractiva oportunidad con un alto potencial de desarrollo para *retailers* nacionales e internacionales.** Actualmente Colombia cuenta con 83 ciudades con más de 50.000 habitantes, de las cuales 33 no presentan una participación directa del sector *retail* formal, convirtiéndose en un mercado potencial en el mediano y largo plazo.

**Por otra parte, Colombia es uno de los países con menor bancarización de la región.** El mercado de tarjetas de crédito en este país aún es bastante bajo en comparación a otros países de Latinoamérica, presentando una atractiva oportunidad para el negocio del *retail* financiero. Este menor grado de bancarización se observa especialmente en las personas con menores ingresos. Cabe destacar que La Polar apunta a los segmentos medios y medios bajos, por lo cual Colombia podría llegar a ser una gran oportunidad para seguir desarrollando su área financiera.

**FIGURA 14: EVOLUCIÓN TASA DE DESEMPLEO CHILE (TRIMESTRE MÓVIL)**


## Riesgos Asociados

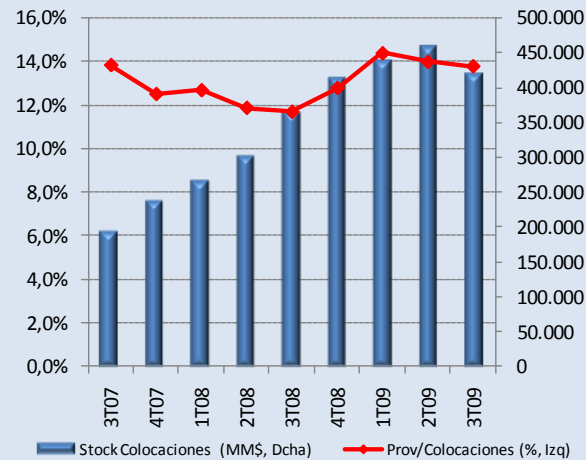
### Desempleo en niveles altos

**El desempleo resulta ser un factor determinante en los resultados de los *retailers* locales, afectando de tres maneras: menor dinamismo en las ventas, aumento en el nivel de provisiones por mayores expectativas en el deterioro de la cartera y, por último, aumento en los niveles de incobrabilidad.** Indudablemente que La Polar ha visto sus resultados afectados por el desempleo, más aún dado que la multitienda atiende a los segmentos medios y medios bajos de la población, que son precisamente más sensibles a los ciclos económicos. Sin embargo, este efecto debiera ser relativamente acotado, más aún al considerar que –aunque tímidamente– la tendencia de esta variable ha comenzado a ser bajista (Figura 14). Adicionalmente, esperamos que durante el próximo año las condiciones económicas mejoren notablemente, por lo que esperamos que se retome la tendencia a la entrada al mercado laboral de las mujeres, lo que incrementa la capacidad de consumo de la familia y, por lo tanto, baja el impacto del desempleo en las ventas de la compañía.

### Riesgo Crediticio

**El riesgo crediticio en sí es otro factor relevante a considerar en la recomendación.** El fuerte crecimiento que ha experimentado la cartera de colocaciones de La Polar en los últimos periodos, y que se concentra básicamente en los segmentos más bajos de la población, aumenta el riesgo crediticio. Sin embargo, según la propia compañía, su segmento objetivo es un segmento ordenado y estructurado con su presupuesto, que valora tener



**FIGURA 15: EVOLUCIÓN COLOCACIONES Y PROVISIONES SOBRE COLOCACIONES**


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

acceso a financiamiento y, por lo tanto, son responsables con sus pagos, aún en períodos más complejos como el actual. En efecto, en el momento más álgido de la crisis la compañía llevó a cabo importantes aumentos en sus niveles de provisiones y se ha tornado más restrictiva en el otorgamiento de crédito (Figura 15). Asimismo, es destacable el hecho de que un 50% de los clientes que usan la tarjeta contrata un seguro de desempleo que paga las cuotas en caso de quedar cesante, lo que acota el riesgo asociado.

### Desafío Colombiano

A mediados del 2010 esperamos que La Polar inicie sus operaciones en el país cafetero. El desafío reside en la capacidad de la compañía de lograr replicar el modelo de negocios que actualmente opera en Chile, e insertarse en una cultura que a primera vista podría parecer muy similar a la chilena, pero dista de serlo, si consideramos los gustos, cultura de compra y el negocio crediticio vigente. Aún así, creemos que la empresa será capaz de llevar su proyecto con éxito. La Polar ha manifestado sus deseos de replicar un modelo de negocio similar al que opera en Chile, desarrollando paralelamente el negocio financiero.

### Fortalecimiento de actores pequeños pero relevantes del sector

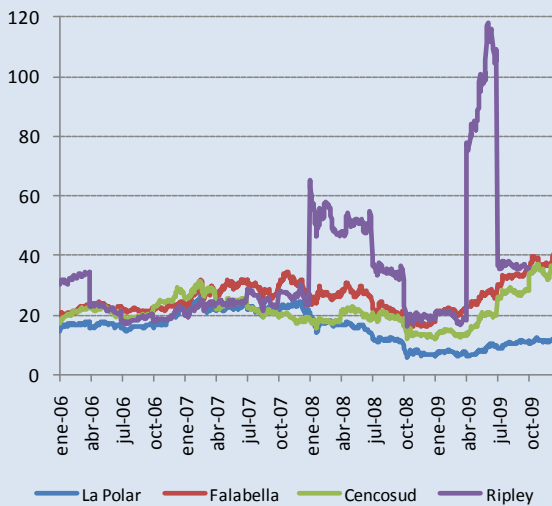
Existe un riesgo de que la competencia se intensifique y produzca un ajuste aún mayor en las ventas por locales equivalentes (SSS). Como el negocio de tiendas por departamento se encuentra en una etapa avanzada de maduración, la entrada de nuevos actores al negocio o bien el fortalecimiento de tiendas como Hites –que hace poco se abrió a la bolsa– o ABCDin, que atienden al mismo segmento objetivo de La Polar, podría tener un impacto significativo en las ventas. Aún así, creemos que este riesgo está acotado gracias al buen manejo del negocio por parte de la compañía.

### Riesgos inherentes al sector

La evolución de la economía local y las variables claves alusivas a ella juegan un papel determinante para los resultados del sector retail, e indudablemente para La Polar. Si bien estamos estimando una recuperación sustantiva para el próximo año, de la mano de la demanda interna y el consumo, un proceso de recuperación más lento al estimado afectaría negativamente nuestras proyecciones para la compañía.

### Posición Relativa de La Polar

En términos de múltiplos, históricamente La Polar –al menos desde el 2006– se ha transado por debajo de sus comparables (Figura 16) –Cencosud y Falabella– en lo que respecta al ratio EV/Ebitda (valor económico de la empresa sobre su Ebitda), lo que estaría asociado a una mayor percepción de riesgo. Actualmente dicho ratio se encuentra en torno a 11,7x, muy en línea con su promedio desde el 2006 de 11,4x. En términos de la relación precio/utilidad (P/U), ésta se encuentra en 12,3x, por debajo de su promedio de 15,9x en el mismo periodo. Considerando nuestro modelo de valorización, estamos estimando una relación P/U de 14,1x en el 2010 y 11,9x en el 2011, y un EV/Ebitda de 11,1x y 9,2x, respectivamente. El aumento en la relación P/U del año 2010, guarda relación a la disminución en la utilidad por acción, producto del mayor número de acciones en el mercado, debido al aumento

**FIGURA 16: EVOLUCIÓN RATIO PRECIO/UTILIDAD RETAILERS NACIONALES**


Fuente: Economática; BCI Corredor de Bolsa.

de capital que realizó la compañía.

## Valoración y Supuestos

Los principales supuestos utilizados en nuestro modelo de flujo de caja descontado son:

- **Apertura de tiendas:** en línea con el plan de expansión proyectado por la empresa: 2 tiendas el 2010, 2 el 2011 y 2 tiendas el 2012 para Chile, y un plan similar para Colombia. Los siguientes años estimamos dos aperturas al año en Chile, hasta estabilizarse en torno a uno, mientras que para Colombia estimamos dos aperturas adicionales por año.
- **Evolución Ventas/m<sup>2</sup>:** estimamos una disminución en torno a 14% para las ventas por metro cuadrado el 2009, seguido de un crecimiento en torno a 18% para el 2010, recuperando prácticamente los niveles del 2008. En el largo plazo asumimos un alza anual en torno a 2%.
- **Ingresos financieros:** se estabilizan en torno a 35% del consolidado.
- **Margen Operacional:** para el 2009 estimamos que finalizará en torno a 15,9%, el cual aumentará a 16,5% el 2010, para estabilizarse en torno a 17,5% en el mediano plazo.
- **Inversión:** según lo proyectado por la empresa entre el 2010 y el 2012 (US\$100 millones), y posteriormente acorde con el número de aperturas de locales estimado.
- **Tasa de dividendos:** 30%.
- **WACC igual 10,3% y tasa de crecimiento a perpetuidad de 3%.**

Considerando todo lo anterior, hemos corregido nuestro precio objetivo para la compañía a \$3.604 por acción (desde \$2.950), lo que dado el precio actual de \$2.970 implica un retorno de 21,3% en un horizonte de 12 a 18 meses. Dicho retorno está por sobre lo estimado para el mercado, por lo que nuestra recomendación es Sobreponderar.

A continuación se presentan las principales proyecciones.

**PROYECCIONES**
**FIGURA 17: BALANCE PROYECTADO**

Balance (MMCh\$)	2009E	2010E	2011E	2012E
Total Activo Circulante	484.948	465.565	527.606	561.600
Total Activos Fijos	64.206	71.190	76.538	80.650
Otros Activos	125.158	131.416	137.987	144.886
<b>Total Activos</b>	<b>674.312</b>	<b>668.171</b>	<b>742.130</b>	<b>787.136</b>
Total Pasivos de Corto Plazo	164.492	133.461	157.094	189.345
Total Deuda Largo Plazo	186.761	163.494	157.683	93.097
<b>Total Pasivos</b>	<b>351.253</b>	<b>296.955</b>	<b>314.777</b>	<b>282.442</b>
Interés Minoritario	905	950	998	1.048
Total Patrimonio	322.154	370.265	426.356	503.647
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>674.312</b>	<b>668.171</b>	<b>742.130</b>	<b>787.136</b>

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

**FIGURA 18: ESTADO RESULTADO PROYECTADO**

Estado de Resultados (MMCh\$)	2009E	2010E	2011E	2012E
Ingresos Operacionales	431.430	514.526	597.425	675.572
Costos Operacionales	-258.858	-306.143	-349.494	-395.210
GAV	-104.140	-123.649	-144.966	-163.722
<b>Resultado Operacional</b>	<b>68.432</b>	<b>84.734</b>	<b>102.965</b>	<b>116.640</b>
<i>Margen Operacional</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,5%</i>	<i>17,2%</i>	<i>17,3%</i>
Resultado No Operacional	-6.062	-7.902	-12.152	3.917
Utilidad antes de Impuesto	62.370	76.832	90.813	120.557
<b>Utilidad Final</b>	<b>51.596</b>	<b>63.590</b>	<b>75.167</b>	<b>99.842</b>
UPA (\$/acción)	231	256	303	402
<i>Margen Neto</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,6%</i>	<i>14,8%</i>
Ebitda	78.952	96.731	116.498	131.737
<i>Margen Ebitda</i>	<i>18,3%</i>	<i>18,8%</i>	<i>19,5%</i>	<i>19,5%</i>

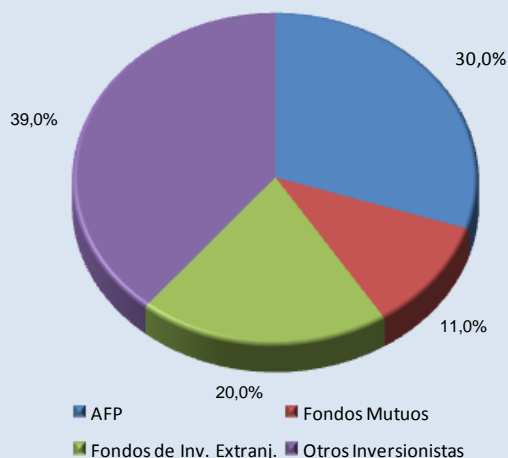
Fuente: Reportes de la compañía; BCI Corredor de Bolsa.

**FIGURA 19: FLUJO DE CAJA PROYECTADO**

Flujo de Caja (MMCh\$)	2010E	2011E	2012E
EBIT	84.734	102.965	116.640
Impuesto sobre EBIT	-14.405	-17.504	-19.829
NOPLAT	70.330	85.461	96.811
+ Depreciación	11.187	12.724	14.288
-Inversión	18.171	18.071	18.400
-Inversión en K de Trabajo	11.648	38.408	1.744
+ Aumento de Capital	0	0	0
<b>Flujo de Caja Proyectado</b>	<b>51.698</b>	<b>41.706</b>	<b>90.955</b>
Flujo de Caja Valor Terminal	0	0	0
<b>Flujo de Caja Total</b>	<b>51.698</b>	<b>41.706</b>	<b>90.955</b>

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

**FIGURA 20: ESTRUCTURA DE PROPIEDAD (ENERO 2010)**



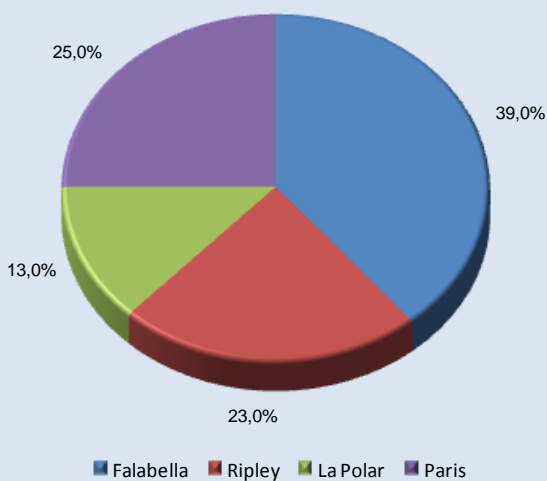
Fuente: Reportes de la compañía; BCI Corredor de Bolsa.

### Descripción de la Compañía

La Polar nace en 1920 como una sastrería en el sector de Estación Central, pero sólo desde 1953 la compañía se conoce con el nombre de La Polar, cuando realiza una ampliación del giro hacia la venta de variados productos e inicia un programa de financiamiento a clientes. Luego de expandirse a nivel regional, en 1999 el grupo Southern Cross toma el control de la empresa cuando estaba en estado de quiebra y lleva a cabo una reestructuración y un nuevo plan estratégico para la firma. Así, el nuevo grupo logra reflotar exitosamente a la empresa y en el 2003 se abre a la bolsa. Tres años más tarde, el grupo controlador se desprende de la propiedad y es adquirida por un grupo de inversionistas. Actualmente, la propiedad se encuentra en manos de accionistas minoritarios, con un *free float* de 100% y, lo que le otorga una alta liquidez a la acción (Figura 20).

Hoy la compañía opera en el negocio financiero a través de la tarjeta Dorada La Polar, la cual tiene una serie de comercios asociados, y en el negocio de tiendas por departamento, en el que cuenta con 40 locales a lo largo del país. En términos de participación de mercado, La Polar es actualmente la cuarta tienda por departamento (figura 21) a nivel nacional luego de Falabella, Almacenes París y Ripley. Según cifras a septiembre, La Polar mantiene una participación de mercado en torno a 13%, considerando únicamente estas compañías.

**FIGURA 21: PARTICIPACIÓN DE MERCADO DE TIENDAS POR DEPARTAMENTO**



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

**Economista Jefe**

**Jorge Selaive**  
jselaiv@bci.cl  
(56 2) 692 8915

**Analista Jefe de Estudios**

**Pamela Auszenker**  
Telecom e Internacional  
pauszen@bci.cl  
(56 2) 692 8928

**Analistas**

**María Jesús Bofill**  
Economía  
mbofill@bci.cl  
(56 2) 383 9752

**Marcelo Catalán**

Eléctrico  
mcatalg@bci.cl  
(56 2) 383 5431

**Rubén Catalán**

Financiero, Economía  
rhcatal@bci.cl  
(56 2) 383 9010

**Jorge Kehdy**

Retail  
jkehdy@bci.cl  
(56 2) 383 9671

**Rodrigo Mujica**

Recursos Naturales  
rmujica@bci.cl  
(56 2) 692 8922

**Roberto Puentes**

Bebidas y Momentum  
rpuentk@bci.cl  
(56 2) 692 8968



Recomendación	Definición
Sobreponderar	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).
Neutral	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).
Subponderar	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 la Gerencia 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.