



La Polar

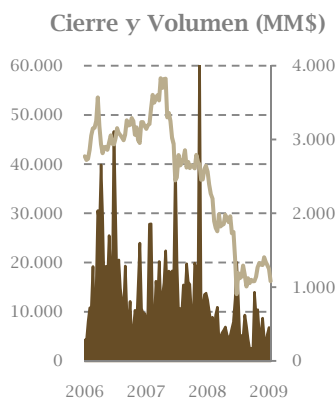
13 de Marzo de 2009

Amelia González V.
agonzalezv@euroamerica.cl

Recomendación:	Comprar
Precio Objetivo	\$1.900
Ultimo Precio:	\$1.142
Riesgo Inversión:	Medio
Sector:	Retail
Ticker Bloomberg:	LAPOLAR CI

La Polar opera negocios de tiendas por departamento y tarjetas de crédito en Chile, enfocada en los segmentos C2, C3 y D de la población. Actualmente cuenta con una superficie de ventas de 153.000 m2, tiene un stock de más de 1,65 millones de tarjetas vigentes, y en 2008 generó ingresos por más de US\$ 700 millones.

Desempeño Acción



Últimos 12 meses

Rentabilidad	-54,6%
Máximo	\$2.797
Mínimo	\$840
UPA	\$169,4
P/U	6,3x
EV/Ebitda	5,7x
P/VL	1,1x
Dividend Yield	1,7%
Float (%)	83,0%
#Acciones (MM)	220,61
Ratio ADR	ND

Llegar y Llevar

Estamos reiniciando la cobertura de La Polar, con recomendación de **Comprar** y fijando un precio objetivo a diciembre de 2009 de **\$1.900 por acción**, lo cual implica un upside de 66,4% en relación a su precio actual. Sin duda, este será un año difícil para el sector retail, teniendo en cuenta la coyuntura económica vigente. Las expectativas de una caída en el consumo doméstico, el incremento de la tasa de desempleo y crecimiento nulo o contracción del PIB durante el presente año, mermarán fuertemente los resultados del sector. Aunque, no esperamos que La Polar se mantenga al margen de esta situación, creemos que la acción se encuentra sobre castigada en la actual coyuntura. La empresa ha demostrado tener un modelo efectivo de negocios, basado en el conocimiento de sus clientes, el manejo eficiente de sus activos y un experimentado equipo administrativo. Creemos que lo anterior le permitirá desenvolverse sin mayores problemas en este nuevo escenario económico. Además, el cumplimiento de su plan de expansión hasta 2008, le da espacio a la administración para enfocarse a hacer aún más eficientes sus operaciones.

Rentabilidad

Elevada eficiencia operacional. Durante los últimos 4 años de operación, la empresa ha mejorado continuamente sus indicadores de eficiencia operacional, pasando de tener una rotación de inventarios cercana a los 85 días a una rotación de inventarios de 60 días, la más alta y eficiente de la industria. El eficiente manejo de inventarios ha permitido a la empresa controlar y reducir los costos de venta, evitando la sobre compra y acumulación de stock en sus bodegas. Si bien, estimamos que durante 2009 la rotación de inventarios de la compañía se ubicará en un rango entre 60 y 70 días, esperamos que desde 2010 en adelante la empresa vuelva a converger a un indicador cercano a los 60 días.

Mayor participación del negocio financiero en los ingresos de La Polar. La mayor participación del negocio financiero en los ingresos consolidados de la compañía, se ha traducido en un incremento del Margen Ebitda desde 14% a fines de 2005 a un 20,4% a fines de 2008. No obstante, estimamos que el aporte actual del negocio financiero a los resultados (36,7% de los ingresos consolidados de 2008) decrecerá en los próximos años hasta estabilizarse en torno al 29% de los ingresos. Lo anterior, producto de la menor duración de la cartera de colocaciones. Así mismo, proyectamos que el Margen Ebitda se debilitará en 2009 hasta 12,9%, para luego recuperarse una vez superado el ciclo económico actual.

Al tener una de las carteras de colocaciones más riesgosas del sector, la empresa ha podido cobrar mayores comisiones e intereses que la competencia, demostrando ser altamente eficientes en este negocio, a través del adecuado manejo del riesgo asociado a sus

Indicadores Financieros

Promedio últimos 3 años

Crecimiento

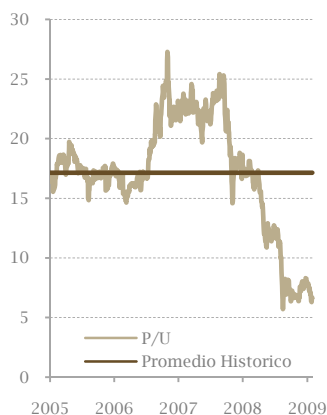
Ingresos	16,0%
Ebitda	31,3%
Utilidad	18,5%
UPA	16,1%

Proyecciones

Precio objetivo	\$1.900
P/U 09E	10,2x
EV/Ebitda 09E	9,2x

Empresas Comparables

Ticker	P/U	EV/Ebitda
LAPOLAR	6,6x	5,7x
RIPLEY	17,1x	7,8x
FALAB	20,6x	13,7x
CENCOSUD	12,9x	8,2x
LIVEPOLI	13,7x	10,5x
LREN3	11,2x	7,0x
GFAMSAA	3,5x	8,7x
SORIANAB	20,7x	10,4x
LAME4	55,3x	8,7x
Promedio	18,1x	9,0x



colocaciones. No obstante, debido a que el segmento que atiende la compañía es uno de los más vulnerables a incrementos en la tasa de desempleo, para el periodo 2009-2011 hemos proyectado una disminución en la cartera de colocaciones de su tarjeta de crédito, producto de: (i) una menor duración de la cartera de colocaciones, debido a la disminución de las ventas de línea dura (electrónica, línea blanca, etc.); (ii) una moderación de las ventas con tarjeta a través de los comercios asociados y dentro de las tiendas; y (iii) a la aplicación por parte de la empresa de criterios más restrictivos en el otorgamiento de nuevos créditos a sus clientes.

Crecimiento

Postergación de su plan de expansión, pero oportunidades de mediano plazo. El importante incremento en el número de tiendas que ha tenido la empresa desde 2005 a la fecha, periodo en el cual logró incrementar sustancialmente su superficie de ventas, pasando de 76.950 m² a 153.000 m², cumpliendo su meta de 40 tiendas en operación a diciembre de 2008, ha permitido que la empresa se posicione como una de las 4 tiendas por departamento más importantes del país, alcanzando en número de tiendas a la empresa más grande del sector. A su vez, este desarrollo ha permitido que la empresa incremente de manera importante sus resultados, obteniendo un CAGR en los últimos 4 años de 32,8% en el Ebitda y de 21,6% en su Utilidad. Sin embargo, en nuestras proyecciones hemos considerado la postergación de su plan de expansión durante 2009, para retomar las aperturas de nuevas tiendas durante la segunda mitad de 2010, cambiando el foco de la compañía desde un fuerte crecimiento en superficie a la tarea de rentabilizar las operaciones de las recientes aperturas.

Exitoso posicionamiento en el segmento C2, C3 y D de la población. La fuerte expansión que llevó a cabo la empresa en los últimos años, permitió además el incremento en su base de clientes y en el número de tarjetas vigentes, logrando un exitoso posicionamiento en su segmento objetivo, apoyando el incremento en los márgenes de la empresa y el positivo desarrollo de su negocio financiero.

Valor

Nuestro modelo de valoración entrega un precio objetivo de \$1.900 por acción a diciembre de 2009, lo que implica un upside potencial de 66,4% en relación a su precio actual. Este precio objetivo se obtuvo a través de un modelo de flujo de caja descontado, para el cual hemos proyectado los flujos del período comprendido entre 2009-2018 y un crecimiento perpetuo de 2% real desde 2019 en adelante. Además, nuestras proyecciones suponen un WACC de 8,2% real, tomando en cuenta un costo de patrimonio de 9,6%, un costo de la deuda después de impuestos de 5,9%, y un leverage de 0,67. Para el negocio retail, hemos considerado la suspensión de su plan de expansión durante 2009, manteniendo inalterada su superficie de ventas, para retomar las aperturas de nuevas tiendas durante la segunda mitad de 2010 (entre 2 y 3 tiendas al año). Para el negocio financiero, hemos considerado un incremento en las tarjetas vigentes cercano a 250 mil tarjetas por año a partir de 2010, y por el actual escenario económico, suponemos además que el número de tarjetas vigentes durante 2009 se mantendrá sin variaciones, dado el segmento de la población que atiende la empresa y las condiciones más restrictivas impuestas por ésta para la otorgación de nuevos créditos.

La Polar se transa con los múltiplos más bajos del sector retail chileno y los más bajos de su historia. Actualmente, la acción de La Polar se está transando a una relación P/U de 6,4x y a una relación EV/Ebitda de 5,7x, ambas cifras se encuentran por debajo del promedio del sector retail en Chile, el cual se encuentra transando en relaciones P/U y EV/Ebitda de 15,2x y 9,9x respectivamente. Así mismo la empresa se encuentra transando con los múltiplos más bajos de su historia, la cual promedia un múltiplo P/U de 17,4x y EV/Ebitda de 11,8x. Nuestras proyecciones son consistentes con una relación P/U de 10,2x y EV/Ebitda de 9,2x a fines de 2009.

Rentabilidad



Rentabilidad

Último mes	-16,8%
Últimos 3m	3,0%
Últimos 12m	-54,6%

Rentabilidad

ROA	6,4%
Ventas/Activos	0,76x
Margen Neto	8,4%
ROE	17,4%

Utilidad por acción

UPA 2008	\$169,4
UPA 2009E	\$110,2
UPA 2010E	\$145,1

Utilidades

Nuestro escenario de proyección contempla una fuerte caída en las utilidades para 2009 y una recuperación desde 2010 en adelante. Para el año 2009 esperamos que las utilidades de la compañía alcancen los M\$24.320 lo que implica una caída de 34,9% respecto de los resultados obtenidos en 2008. Lo anterior, es consistente con nuestro escenario de proyección, que contempla una desaceleración del consumo interno, una contracción del PIB para 2009 (-0,5%) e incrementos en la tasa de desempleo. Estas son variables clave que afectan las operaciones de la empresa, a través de la reducción de las ventas por m², reducción de la duración de la cartera de colocaciones e incrementos en la morosidad y los castigos. Durante 2010 y en adelante, consideramos que la economía comenzará su recuperación y con ello proyectamos mejoras en el desempeño de las variables mencionadas.

Positivos resultados en un ambiente de alta competitividad. La empresa reportó positivos resultados en el último trimestre del año 2008, a pesar de que la industria en general mostró fuertes mermas en sus resultados, como consecuencia de la desaceleración en el consumo que se vivió a fines de año y que llevó a las empresas a liquidar productos de temporada para evitar una caída sustancial en las ventas y acumulaciones de stock.

Riesgos

Sensibilidad al ciclo económico. Existe una alta correlación entre los resultados del sector retail y el ciclo económico. Dado que nos encontramos en un ciclo a la baja, en el cual esperamos una marcada desaceleración en el consumo interno, una contracción en el PIB para 2009 e incrementos en la tasa de desempleo, veremos durante el año a los distintos actores del sector, afectados negativamente en sus resultados. Nuestras proyecciones incorporan el efecto que estas variables podrían tener en los resultados de la compañía, considerando además que la empresa atiende a los segmentos C2, C3 y D que son más vulnerables a cambios en dichas variables. Un empeoramiento del ciclo económico adicional al esperado o una recuperación más lenta de la pronosticada tendría el potencial de afectar negativamente nuestras proyecciones. En contraparte, una recuperación más acelerada las beneficiaría.

Incremento del riesgo crediticio. Los resultados de La Polar presentan una alta dependencia a su negocio financiero, dado que más del 70% de las ventas de su negocio retail se realizan a través de su tarjeta, por lo que incrementos en el riesgo crediticio de su cartera de colocaciones podrían mermar sus resultados. Dado el segmento que atiende la empresa, mayores tasas de desocupación nacional afectarían negativamente el desempeño de su negocio financiero, producto de incrementos en la mora de sus clientes, repercutiendo en la calidad de la cartera de colocaciones a través de incrementos en el nivel de provisiones y en el nivel de castigos que deberá realizar la empresa.

Consolidación de las bases de datos de la banca y el retail. Un riesgo latente para el sector retail, es la aprobación por parte del gobierno del proyecto que consolidaría las bases de datos de ambos sectores. Si bien la banca se vería beneficiada en este proceso, dado que accedería a una información más exacta de los deudores, el sector retail se vería afectado negativamente, puesto que serían obligados a compartir información positiva de sus clientes, incrementando la importancia de la banca respecto de los clientes con buen comportamiento de pago.

Los riesgos financieros de la empresa son bajos. La empresa se encuentra con una clasificación de riesgo "A". Al cuarto trimestre de 2008, el Ebitda cubre 6,8 veces los gastos financieros y la deuda es equivalente a 3,6 veces el Ebitda. Lo que se contrasta positivamente con otras empresas del sector retail, en las que a fines de 2008 la cobertura de gastos financieros fue de 3,9 veces su Ebitda.

Números Clave

Rango últ 12m	\$840/\$2.797	UPA últ 12m	\$169,4	P/U últ 12m	6,3x	EV/Ebitda últ 12m	5,7x	Dividend Yield	1,7%
Rentab. últ mes	-16,8%	UPA 2008	\$169,4	P/U 2008	6,4x	EV/Ebitda 2008	5,7x	% IPSA	0,9%
Rentab. últ 3m	3,0%	UPA 2009E	\$110,2	P/U 2009E	10,2x	EV/Ebitda 2009E	9,2x	Beta IPSA 12m	2,5
Rentab. últ 12m	-54,6%	Var. UPA +4a	19,7%	P*/U 2009E	17,2x	EV*/Ebitda 2009E	13,0x	Volatilidad 12m	49,1%

Flujo de Caja Libre (Millones de pesos de diciembre 2008)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Ingresos explotación	413.102	445.534	440.617	422.927	452.206	494.353
Margen operacional	14,9%	18,0%	10,3%	12,3%	12,9%	12,5%
Resultado operacional	61.519	80.167	45.369	52.067	58.240	61.807
- Impuestos	-10.458	-13.628	-7.713	-8.851	-9.901	-10.507
+ Depreciación y amort.	8.856	10.598	10.877	11.726	13.519	15.672
- Capex	-8.310	-18.133	-10.877	-19.981	-25.804	-27.957
- Capital de trabajo	-49.851	-98.357	29.514	24.838	-21.040	-28.388
Flujo de caja libre	1.755	-39.354	67.171	59.798	15.014	10.627

Precio Objetivo
\$ 1.900

Información Operacional

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Negocio Retail						
Total locales	35	40	40	42	45	48
Superficie de ventas m2	129.500	153.000	153.000	165.000	183.000	201.000
Negocio Financiero						
Tarjetas vigentes (MM)*	2,09	1,65	1,65	1,85	2,05	2,25
% Ingresos consolidados	31,3%	36,7%	34,3%	28,1%	27,4%	27,2%
Stock de colocaciones	59.534	412.415	231.901	205.385	230.214	275.646
Provisiones/Colocaciones	12,5%	12,8%	18,0%	18,0%	16,5%	16,0%

* Número de tarjetas vigentes, estimado en base a información publicada por la SBIF.

Tasas de Descuento

Tasa libre de Riesgo	2,2%
Beta Patrimonio	1,1
Premio por riesgo	6,5%
Costo patrimonio	9,6%
Costo deuda	7,0%
Impuestos	17,0%
D / A	40,0%
WACC Real	8,2%
Perpetuidad	2,0%

Balance General (Millones de pesos de diciembre 2008)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Total activos	537.221	627.962	662.163	625.870	629.163	661.479	702.424
Caja y equivalente	106.225	50.250	112.476	96.312	61.903	46.879	43.219
Activos circulantes sin caja	249.590	356.617	328.819	300.657	326.289	361.553	398.170
Activos fijos	68.996	72.267	72.267	80.522	92.807	105.092	113.282
Otros activos	112.410	148.828	148.600	148.379	148.164	147.955	147.752
Total pasivos y patrimonio	537.221	627.962	662.163	625.870	629.163	661.479	702.424
Pasivos circulantes	92.127	145.875	224.683	193.637	172.760	179.637	182.333
Pasivos largo plazo	244.694	254.514	196.700	166.606	161.981	157.356	157.356
Interés minoritario	616	804	903	1.042	1.208	1.388	1.608
Patrimonio neto	199.784	226.768	239.877	264.585	293.213	323.098	361.127

Estado Resultados (Millones de pesos de diciembre 2008)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Ingresos de explotación	413.102	445.534	440.617	422.927	452.206	494.353	540.476
Costos de explotación	250.463	259.993	288.581	268.622	285.807	314.385	338.715
Gastos de administración	101.120	105.374	106.667	102.238	108.159	118.161	129.180
Resultado operacional	61.519	80.167	45.369	52.067	58.240	61.807	72.581
Depreciación y amortización	8.856	10.598	10.877	11.726	13.519	15.672	17.900
Ebitda	70.374	90.765	56.246	63.793	71.758	77.479	90.481
Margen Ebitda	17,0%	20,4%	12,8%	15,1%	15,9%	15,7%	16,7%
Utilidad neta	36.557	37.368	24.320	32.003	38.229	41.354	50.435
Margen neto	8,8%	8,4%	5,5%	7,6%	8,5%	8,4%	9,3%
UPA	165,7	169,4	110,2	145,1	173,3	187,5	228,6

Glosario

Nomenclatura	Descripción
Beta IPSA	Coefficiente de riesgo no diversificable de la acción respecto del IPSA.
Beta Patrimonio	Coefficiente de riesgo no diversificable del valor del patrimonio de la compañía.
Capex	Capital expenditures. Inversión en activos fijos e intangibles.
CAGR	Compound annual growth rate. Tasa de crecimiento anual compuesta.
D/A	Relación deuda financiera a activos totales.
Dividend Yield	Retorno de dividendos.
Ebitda	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
EV	Enterprise value. Valor de la empresa, calculado como capitalización bursátil más deuda financiera neta e interés minoritario.
EV/Ebitda	Relación EV a Ebitda anualizado.
EV*/Ebitda	Relación EV objetivo a Ebitda anualizado.
Margen Ebitda	Ebitda como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Neto	Utilidad neta como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Operacional	Resultado operacional como porcentaje de ingresos de explotación.
P/U	Relación precio a utilidad neta anualizada.
P*/U	Relación precio objetivo a utilidad neta anualizada.
P/Ventas	Relación precio a ventas anualizadas.
P/VL	Relación precio a valor libro.
ROA	Return on Assets. Retorno sobre los activos.
ROE	Return on Equity. Retorno sobre el patrimonio.
UPA	Utilidad neta por acción.
WACC	Weighted average cost of capital. Costo promedio ponderado del capital.

Departamento de Estudios EuroAmerica

Luis Óscar Herrera B.
Director de Estudios
lherrera@euroamerica.cl

Jorge Chang R.
Gerente de Estudios de Renta Variable
jchang@euroamerica.cl

Carla Araya S.
Analista Financiero
Sector Forestal y Minero
caraya@euroamerica.cl

William Baeza L.
Analista Financiero
Sector Eléctrico
wbaeza@euroamerica.cl

Amelia González V.
Analista Financiero
Sector Retail
agonzalezv@euroamerica.cl

Este material fue preparado por personal de EuroAmerica, solamente para propósitos informativos y no constituye una oferta o solicitud para vender o comprar alguna acción u otro instrumento financiero. Aunque está basado en información pública percibida como confiable, no se garantiza que ésta sea exacta o completa. Las opiniones, proyecciones, estimaciones, valorizaciones y precios objetivo contenidos en este material son de la fecha indicada y están sujetos a cambio en cualquier momento sin previa notificación. Los comentarios y estimaciones presentados en este informe han sido elaborados con el apoyo de las mejores herramientas financieras disponibles; sin embargo, por su naturaleza, no es posible garantizar que ellas se cumplan.

Las estrategias presentadas en este material no necesariamente son las más adecuadas para los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades individuales del lector, quien debe basarse en su propia evaluación, tomando en cuenta su perfil de riesgo e ingreso disponible, entre otras consideraciones.

Tanto EuroAmerica, como sus empleados y/o clientes, en cualquier momento pueden mantener posiciones cortas o largas en las acciones u otros instrumentos financieros referidos en este material, las que no necesariamente deben coincidir con las recomendaciones propuestas en el mismo.

La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Su contenido no puede ser reproducido, redistribuido o copiado total o parcialmente sin el previo consentimiento de EuroAmerica.