

Informe Security: Tricot

Rodrigo Gardella B. (rodrigo.gardella@security.cl)

Agosto 2017

RECOMENDACIÓN: SUSCRIBIR HASTA \$ 775

MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE TRICOT

Múltiplos	2017E	2018E	2019E
P/U	16,1	15,4	14,5
EV*/Ebitda	8,8	8,4	7,4
B/L	2,4	2,4	2,4

*EV= Cap. Bursátil +Interés Minoritario+Deuda Financiera-Caja y Equivalentes

** Múltiplos calculados en base al precio sugerido de suscripción

VALORIZACIÓN TRICOT (Millones de pesos)

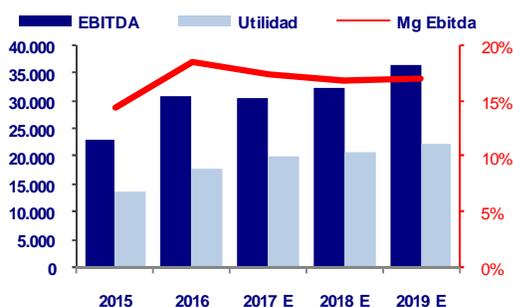
VP Flujos de Caja	352.157
Caja	26.694
Valor Económico de Activos	378.851
Valor de Deuda Financiera	-35.283
Valor del Patrimonio	343.568
Número de Acciones *	370
Descuento por IPO	15%
Valor Justo por Acción Hoy	890
Precio recomendado a suscribir	775

*Millones de acciones antes de la apertura

RESULTADOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS (Millones de pesos)

Tricot	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Ingreso por Ventas	167.076	177.418	193.235	215.668
Costo de Ventas	-105.039	-109.652	-119.358	-134.180
GAV	-35.443	-41.670	-46.503	-50.532
Resultado Operacional	26.594	26.096	27.373	30.956
EBITDA	30.867	30.784	32.542	36.815
Utilidad Neta	17.941	20.129	21.060	22.322

DESEMPEÑO OPERACIONAL (Millones de pesos)



El viernes 11 de agosto se realizará la apertura en bolsa de hasta un 27,7% de la propiedad de Tricot, correspondiente a 120,4 millones de acciones. Del monto anterior, 65,3 millones serán nueva emisión, de las cuales 58,7 se colocarán y las otras 6,5 millones corresponden a *stock options*. Las restantes 61,7 millones serán a través de una venta secundaria de sus controladores. Lo recaudado por la colocación será utilizado para la apertura de 29 tiendas al año 2021 y una expansión del negocio financiero.

En el **negocio de retail**, la compañía ha mostrado un importante margen Ebitda de 16,8% en 2016, explicado por bajos costos de producción, eficiencia operacional y a un enfoque en la venta de vestuario y calzado. Los ingresos de esta operación alcanzan 126.000 millones de pesos, correspondiente al 75% del total de la compañía, con 78 tiendas que suman 63.000 m² de superficie. En adelante, se proyecta un plan de expansión de 29 tiendas hasta 2021, donde estimamos un crecimiento 39% en superficie desde ese año con respecto al 2016. Por el lado de los márgenes, estimamos que estos se mantengan en el largo plazo, con una leve disminución durante el periodo de mayor crecimiento en tiendas. Por último, proyectamos que la recuperación del ciclo económico mejorará las ventas por tienda comparables, las que registrarían un crecimiento de un 6% nominal a partir del año 2019.

En el **negocio financiero**, cuenta con una tarjeta Visa abierta e ingresos por 41.000 millones de pesos (25% del total de ingresos), con un Mg Ebitda de 15,2% en 2016. Con respecto a esta operación, tenemos una postura conservadora, ya el crecimiento está vinculado al incremento del ingreso retail y proyectamos niveles de márgenes similares a los actuales.

Por su parte, las principales amenazas son: (I) el riesgo asociado a una recuperación más lenta de lo esperado en el consumo y un mayor nivel de desempleo en el segmento relevante; (II) una sub ejecución del plan de expansión; (III) y una riesgo al alza por el potencial desarrollo del negocio financiero.

DESCRIPCIÓN TRICOT

Grupo Tricot nace en 1952, con la creación por parte de la familia Pollak de una empresa dedicada a la venta y fabricación de textiles. Actualmente está entre las 10 mayores empresas del sector *retail* nacional, con una participación de mercado que en 2015 alcanzó el 1,7%. Se especializa en la venta de vestuario y calzado para hombres, mujeres y niños a través de 78 locales a lo largo del país. Su estrategia de negocios no considera la producción de ropa, pero sí el diseño, con manufactura principalmente en China. Además, participa en el negocio financiero, ofreciendo el uso de la tarjeta Visa Tricot, permitiendo que su utilización esté abierta a otros comercios.

A nivel de ingresos, un 75% se origina en el negocio de *retail*, mientras que el 25% restante está relacionado con el negocio financiero. Estas cifras a nivel de Ebitda alcanzan 77% y 23%, respectivamente.

Entre sus iniciativas más recientes están Tricot Connect, que se dedica a la venta de productos de telefonía celular y de electrónica portátil, donde ya cuenta con 36 locales. Mientras que, desde inicios de este año, la compañía ha invertido en el desarrollo de su canal *e-commerce* para avanzar en el despacho directo de productos desde su centro de distribución.

Actualmente, su propiedad pertenece en un 100% a la familia Pollak, a través de seis sociedades de inversión.

1) **Negocio Retail:**

Sus 78 tiendas de vestuario sumaban unos 62.786 m² al 2016 (sin considerar los 1.668 m² de sus 36 locales de electrónica). Su presencia en el país se concentra en locales independientes (en torno a un 90% del total), mientras que el resto está vinculado a centros comerciales. Su centro de distribución inició operaciones en 2013, y cuenta con una superficie de 22.000 m². El transporte de mercadería a los puntos de venta está tercerizado.

Para el proceso de compra de productos importados cuenta con una oficina en China que apoya el contacto con proveedores asiáticos, los que están muy atomizados. En cuanto a los proveedores locales, los más relevantes son Nike, Adidas y Puma.

Tricot no opera como una tienda por departamento, por lo que su formato (enfocado esencialmente en vestuario) no compite con los grandes *retailers*, y alcanza márgenes mayores al promedio de la industria (con un margen Ebitda que se ubica en 19,1% considerando los últimos doce meses). Su estrategia apunta al crecimiento que se espera para este sector en los próximos cinco años, basado en el mayor poder adquisitivo de los segmentos socio económicos medios.

Los factores más influyentes de este negocio son la moda y la estacionalidad climática. Por ende, las decisiones de abastecimiento, inventarios y oferta en forma anticipada dependen muchísimo de estas variables, considerando la poca flexibilidad que entrega lo largo que es el ciclo de un producto, desde su planificación hasta llegar al punto de venta.

2) **Negocio Financiero:**

Al cierre de 2016, la compañía contaba con 714.943 tarjetas emitidas, de las cuales unas 426 mil se encuentran activas actualmente. Con datos disponibles hasta 2015, Tricot manejaba un 5% del mercado de tarjetas de crédito emitidas no bancarias.

El monto promedio de sus transacciones alcanzó en 2015 los \$27.276, sumando 4,87 millones de transacciones en el año, cifras que a nivel de industria alcanzaron los \$28.051 y 231,8 millones respectivamente. Al 2016, el monto promedio de la tarjeta Tricot se ubicó en \$28.393, con un total de 4,93 millones de transacciones en el año.

Las colocaciones de toda la industria financiera no bancaria se ubicaron en \$3.348.225 millones en 2015, donde Tricot tuvo una participación del 2,1% en ese total. Al 2016, la compañía maneja un *stock* de colocaciones de \$65.688 millones de parte de sus clientes (que cayó un 5,7% a/a), de la cual un 8,8% se encuentra en una mora mayor a 90 días (levemente sobre el promedio de la industria). En este sentido, se debe destacar el fuerte ajuste que presentó el porcentaje de morosidad respecto a 2015, donde llegaba al 17,5% de su cartera total. Esto tendría relación con la limpieza y selección de clientes que efectuó la empresa desde la apertura de su tarjeta a otros comercios. A la fecha, la deuda promedio por cliente asciende a unos \$142.500 por cliente, cifra que la compañía aún considera baja en relación a sus comparables (que promedian casi los \$350.000 por cliente).

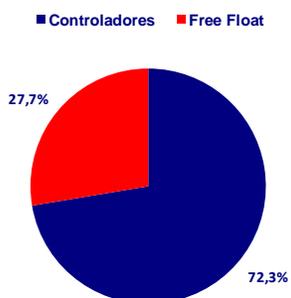
Sus provisiones, en tanto, alcanzaron al primer trimestre de este año un 13,6%, cifra que ha venido a la baja en los últimos años tras acercarse a 18% en 2011.

Finalmente, respecto al uso que se le otorga a las tarjetas Visa Tricot, al primer trimestre un 30% fue para avances en efectivo, un 35% en las propias tiendas Tricot y el 35% restante en otros comercios.

DETALLES DE LA COLOCACIÓN

La fecha de apertura a la bolsa es el viernes 11 de agosto, donde se colocarán 120.388.726 acciones. El monto anterior corresponde al 27,7% del total de la compañía y se descompone en dos partes: las acciones emitidas a colocar son el 13,5% del total y el restante 14,2% corresponde a una venta secundaria por parte de los controladores. A través de esta operación se espera recaudar 150 millones de dólares para financiar la expansión a 107 tiendas y el crecimiento del negocio financiero.

Gráfico 1: Estructura de Propiedad después de la apertura.



Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

VALORIZACIÓN TRICOT

La valorización económica de TRICOT se basa en un modelo de flujos de caja descontados. Estimamos un precio objetivo de \$990 por acción en un horizonte de 12-18 meses.

Cuadro 1: ESTADO DE RESULTADOS EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Pesos)

ESTADO DE RESULTADOS (En MM \$)	1T16	1T17	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Ingresos Netos	37.223	36.550	161.033	167.075	177.418	193.235	215.668
Variación %	-	-1,8%	-	3,8%	6,2%	8,9%	11,6%
Resultado Operacional	3.183	3.998	19.099	26.593	26.096	27.373	30.956
Variación %	-	25,6%	-	39,2%	-1,9%	4,9%	13,1%
Margen Sobre Ingresos	8,6%	10,9%	11,9%	15,9%	14,7%	14,2%	14,4%
EBITDA	4.240	5.076	23.194	30.867	30.784	32.542	36.815
Variación %	-	19,7%	-	33,1%	-0,3%	5,7%	13,1%
Margen Sobre Ingresos	11,4%	13,9%	14,4%	18,5%	17,4%	16,8%	17,1%
Utilidad	1.830	2.836	13.796	17.939	20.129	21.060	22.322
Variación %	-	55,0%	-	30,0%	12,2%	4,6%	6,0%
Margen Sobre Ingresos	4,9%	7,8%	8,6%	10,7%	11,3%	10,9%	10,4%

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 2: FLUJO DE CAJA EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Pesos)

	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Resultado Operacional	19.099	26.594	26.096	27.373	30.956
Impuestos	-4.011	-5.984	-6.263	-6.980	-8.358
Resultado Después de Impuestos	15.088	20.610	19.833	20.393	22.598
Depreciación & Amort.	4.095	4.273	4.688	5.169	5.859
CAPEX	-2.136	-3.449	-7.454	-6.477	-6.506
Cambio en Capital de Trabajo	-	-4.319	-3.125	-4.336	-6.833
Flujo Operacional	17.115	13.942	13.942	14.749	15.118

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 3: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA
(Cifras en Millones de Pesos)

VP Flujos de Caja	352.157
Caja	26.694
Valor Económico de Activos	378.851
Valor de Deuda Financiera	-35.283
Valor del Patrimonio	343.568
Número de Acciones *	370
Descuento por IPO	15%
Valor Justo por Acción Hoy	890
Precio recomendado a suscribir	775

*Millones de acciones antes de la apertura

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 4: MÚLTIPLOS ESTIMADOS

Múltiplos	2017E	2018E	2019E
P/U	16,1	15,4	14,5
EV*/Ebitda	8,8	8,4	7,4
B/L	2,4	2,4	2,4

*EV= Cap. Bursátil +Interés Minoritario+Deuda Financiera-Caja y Equivalentes

** Múltiplos calculados en base al precio sugerido de suscripción

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

CONCLUSIÓN

Dentro de una diversa industria local, Tricot destaca por sus atractivos retornos en el negocio *retail*, gracias a una interesante eficiencia operacional, que se traduce en la obtención de márgenes que superan el promedio de la industria. Su foco en el segmento vestuario y calzado, de bajo costo de producción, junto a una red de distribución centralizada y más simple, le permitieron alcanzar nivel de Margen Ebitda de 19%, de margen neto de 11% y un ROE de 23% en 2016.

En ese sentido, destacamos que el objetivo de esta emisión sea potenciar su presencia en este negocio, con un importante crecimiento en su superficie de ventas. Al respecto, con una mirada algo más moderada respecto a su plan propuesto por la compañía, estimamos una expansión de 36% en el área de ventas del segmento *retail* en los próximos 5 años (en relación a 2016), equivalente a la apertura de 29 tiendas nuevas (+37%) en dicho periodo.

Respecto a la evolución de sus ventas por tienda comparable (SSS), esperamos una recuperación gradual de la actividad interna en la segunda parte de 2017 y durante 2018, para alcanzar niveles históricos a partir de 2019. Esto se traduciría en un crecimiento nominal de sus SSS en torno a 6% en el largo plazo. Sin embargo, se debe señalar que el negocio de esta compañía puede implicar mayor sensibilidad al ciclo económico respecto a otros grandes *retailers*.

En cuanto a su exposición al tipo de cambio, el hecho que gran parte de sus productos provengan de importaciones desde China le otorga un riesgo adicional a nivel de costos. Al respecto, la compañía cuenta con una cobertura en torno al 50% de sus compras para el siguiente año. Mientras, nuestra visión para el peso chileno apunta a una estabilidad o una moderada apreciación en el mediano plazo.

Finalmente, respecto al negocio financiero, de baja ponderación en nuestra valorización, no esperamos mejoras sustanciales respecto a su desempeño actual, principalmente porque las ventas de Tricot se concentran en productos de baja intensidad en el uso de tarjetas de créditos. Sin embargo, un posible aumento de su uso en otros comercios y una mejora en sus indicadores (de retorno y riesgo) implicarían un sesgo al alza en su valorización.

En resumen, recomendamos suscribir esta emisión hasta un valor de \$775 por acción, lo que permitiría aspirar a un retorno esperado de 15%.

SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- La depreciación sobre activo fijo se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la compañía.
- La caja y la deuda financiera corresponden a los últimos estados financieros presentados por la compañía.
- En materia tributaria, se asumió que la tasa de impuestos equivale a 24% en 2017, 25,5% en 2018 y 27% a partir de 2019.
- A partir de 2022 se estimó que los flujos de caja crecerían a una tasa real anual de 1%.
- La tasa de costo de capital (WACC) ocupada para el descuento de flujos, así como las variables empleadas para su cálculo, se presentan en el Cuadro N°5.

Cuadro 5: ESTIMACIÓN DE COSTO DE CAPITAL DE TRICOT EN PESOS

Datos WACC	Chile
Tasa libre de riesgo	5,5%
Premio por riesgo	5,5%
Tasa de mercado	11,0%
Beta	1,15
Deuda financiera /Activos	30%
Patrimonio /Activos	70%
Costo de deuda	8,2%
Costo de patrimonio	11,8%
WACC	10,1%

Fuente: Departamento de Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Felipe Jaque S.	Economista Jefe	felipe.jaque@security.cl
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cesar.guzman@security.cl
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jorge.cariola@security.cl
Rosario Del Río D.	Analista Renta Fija Internacional	rosario.delrio@security.cl
Constanza Pérez S.	Subgerente de Estudios Renta Variable	constanza.perez@security.cl
Juan José Ayestarán N.	Subgerente de Estudios Renta Fija	Juanjose.ayestaran@security.cl
Paulina Barahona N.	Analista Senior de Inversiones	paulina.barahona@security.cl
Martín García-Huidobro O.	Analista de Inversiones	martin.garciahuidobro@security.cl
Juan Carlos Prieto Z.	Analista de Inversiones	Juancarlos.prieto@security.cl
Rodrigo Gardella B.	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl
Carolina Abuaud M.	Analista de Inversiones	carolina.abuaud@security.cl
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl
Aldo Lema N.	Economista Asociado	aldo.lema@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

www.inversionessecurity.cl

twitter: hv_Security