

## LA POLAR

**MANTENER / RIESGO MEDIO (PRECIO OBJETIVO \$1.770)**

**Alza experimentada por el precio de la acción en los últimos meses internaliza en parte las altas expectativas de crecimiento en el Ebitda para los próximos años.**

Fernán González H. (02 – 8736163)  
[fernan.gonzalez@banchile.cl](mailto:fernan.gonzalez@banchile.cl)

26 de Septiembre de 2005

### INFORMACION DE LA ACCION

Nemotécnico	Precio Cierre 26/09/05	Precio Mín. 12 M 15/10/04	Precio Máx. 12 M 23/09/05	Retorno 2005	Pat. Bursátil MMUS\$	Vol. Prom. Diario MM\$
LA POLAR	1.619	970	1.670	34,9%	621	1.389
Leverage	Nivel de Riesgo	Clasificación de Riesgo	Presencia Ajustada	Bolsa/ Libro	Free Float	Política Dividendos
1,20	Medio	A-	100%	4,6	79,5%	30,0%

### CONSIDERACIONES POSITIVAS

- Fuerte plan de expansión a nivel nacional con inversiones de US\$ 50 millones entre 2005 y 2006 redundará en un importante crecimiento en el Ebitda.
- Buenas perspectivas para la demanda interna.
- La acción se transa en términos de VE/Ebitda con respecto al IPSA 2006e tan sólo un 7% sobre el IPSA que contrasta con el premio histórico promedio de 25%.

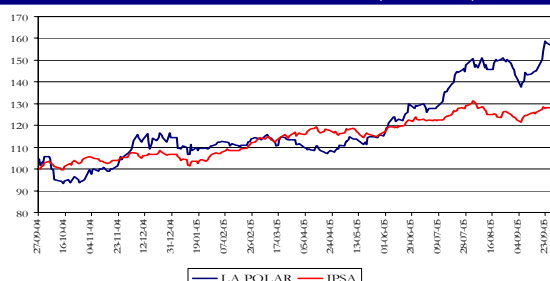
### CONSIDERACIONES NEGATIVAS

- Dada la importancia relativa del negocio crediticio, una eventual regulación de las tarjetas de crédito de las casas comerciales en orden a limitar cobros asociados al servicio afectaría significativamente sus resultados y perspectivas.
- Expectativas de un ambiente competitivo más intenso en su mercado objetivo.
- Eventual liquidación de la cartera del FICE Genesis Chile Fund, que a junio poseía casi un 4% de La Polar.

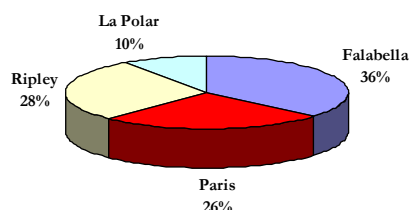
### PROYECCIONES Y ESTIMACIONES

(Millones de \$)	2003	2004	2005 (e)	2006 (e)	2007 (e)
Ingresos Operacionales	140.467	180.807	224.436	308.152	388.596
Resultado Operacional	12.745	19.309	27.198	34.961	42.179
Margen Operacional	9,1%	10,7%	12,1%	11,3%	10,9%
Utilidad del ejercicio	8.616	13.504	18.168	25.197	31.379
EBITDA	16.546	23.570	31.748	40.800	49.191
Margen Ebitda	11,8%	13,0%	14,1%	13,2%	12,7%
Ebitda/Gastos Financieros	6,7	9,0	9,2	11,8	14,2
Dividend Yield	0,8%	1,3%	1,6%	2,3%	2,8%
UPA (\$)	41,7	65,3	87,8	121,7	151,6
P/U	15,5	18,1	18,4	13,3	10,7
VE/EBITDA	8,8	11,5	12,1	9,4	7,8

### EVOLUCION BURSATIL (12 meses)



### PARTICIPACIÓN MERCADO RETAIL (VENTAS)



Fuente: Banchile. Datos a diciembre de 2004

### Descripción de la Compañía

La primera tienda La Polar fue fundada en 1920, y hasta el año 1998 fue propiedad de la familia Paz Guendelman. Durante la década de los 90's la empresa comenzó un fuerte proceso de expansión que implicó la apertura de nuevos locales. En 1999, este crecimiento coincidió con la crisis asiática, lo que finalmente redundó en que la compañía presentara una delicada situación financiera, por lo que en quiebra fue adquirida por el fondo de inversión Southern Cross a través de su filial Comercial Siglo XXI. En septiembre de 2003, la empresa se abrió a bolsa mediante la colocación de 41 millones de acciones a un precio de \$520 por acción, correspondiente a un 20% de la propiedad de la compañía. Posteriormente, en noviembre de 2003 se remataron 54 millones de acciones a un precio de \$600 por título, correspondiente a un 26% de la propiedad. A partir de entonces, los controladores vendieron un porcentaje menor de la compañía (3% aproximadamente). Luego, en enero de 2005 los controladores vendieron el 51,71% de la propiedad mediante el remate de cerca de 107 millones acciones a un precio de \$1.100 cada una, en donde cerca de un 20% fue adquirido por Southern Cross, ejecutivos, gerentes y directores de La Polar. Hay que destacar, que desde que Southern Cross tomó control de la compañía, se ha mantenido la misma administración manejando a La Polar.

Empresas La Polar participa tanto en el negocio comercial como en el negocio financiero. En el área comercial, la compañía es la cuarta empresa en el mercado de tiendas por departamento en Chile después de Falabella, Ripley y Paris, con cerca de un 10% de participación de mercado en cuanto a ventas se refiere. Hay que mencionar que hasta hace poco la cobertura geográfica no consideraba al norte del país. En 2004 empezó esta cobertura con las inauguraciones de tiendas en Antofagasta (diciembre de 2003), Iquique (2004) y recientemente Copiapó (mayo de 2005), las que se unieron a los locales en Puerto Montt, Valdivia, Los Ángeles, Concepción, Rancagua, Curicó y Talca, además de todas las presentes en la región metropolitana, con lo que suman once en regiones y veinticinco a lo largo de todo Chile. En 1999 la empresa contaba con trece tiendas y 26.200 mts<sup>2</sup> de espacio venta. En la actualidad, La Polar cuenta con veinticinco locales los que entregan alrededor de 75.000 mts<sup>2</sup> de espacio de salas de venta a lo largo de Chile. Esto implica un crecimiento de 186% en los metros cuadrados y un 92% en el número de tiendas desde 1999 a la fecha. Lo anterior se explica porque los nuevos locales son de mayor tamaño que los anteriores puesto que se adicionaron nuevas categorías de productos con tal de adaptarlos al formato de tiendas por departamento. Las nuevas inauguraciones son en promedio de 5.000 mts<sup>2</sup>, llegando en algunos casos por sobre los 7.000 mts<sup>2</sup>.

En el negocio financiero, la empresa ofrece créditos a sus clientes para efectuar compras en forma directa, a través de la tarjeta La Polar. Actualmente la empresa cuenta con más de 1,7 millones de tarjetas Doradas La Polar emitidas, de las cuales un 75% están activas. Cabe destacar que aproximadamente un 75% de las compras en las tiendas es realizada mediante la tarjeta, nivel de penetración superior al de otras tiendas departamentales.

El desarrollo de la actividad de otorgamiento de crédito se realiza a través de la filial Asesorías y Evaluaciones quien se encarga de la evaluación de los clientes que solicitan la tarjeta, por su parte Inversiones SCG financia dichas compras, Tecnopolar realiza la administración de las colocaciones y finalmente la cobranza es realizada por la filial Collect.

La Corredora de Seguros La Polar comercializa seguros de desgravamen, desempleo, hogar y escolaridad, en tanto la filial Conexión está a cargo de la publicidad de las tiendas La Polar.

Finalmente, cabe resaltar que si bien el negocio financiero representó cerca del 20% de las ventas de la empresa durante 2004, su contribución al resultado operacional consolidado fue cercana al 85% del total.

### Resultados a Junio de 2005

Al primer semestre de este año, Empresas La Polar alcanzó una utilidad de \$7.821 millones (\$37,8 por acción), es decir, un 76,3% superior a lo obtenido en igual período de 2004 en que obtuvo una utilidad de \$4.335 millones (\$21,4 por acción).

El resultado operacional a junio de 2005 fue de \$11.005 millones, un 71,4% superior a los \$6.420 millones obtenidos al primer semestre de 2004. Este incremento se explica fundamentalmente por un aumento en los ingresos operacionales de 33,7% alcanzando ventas por \$ 100.548 millones durante el presente año, en comparación con los \$75.229 millones obtenidos en igual semestre de 2004. Los costos de explotación se incrementaron un 29,3% alcanzando \$59.125 millones en comparación con los \$45.712 millones obtenidos en igual período del año anterior. Con todo, el margen operacional aumentó a un 10,9% desde el 8,5% obtenido el año pasado. El Ebitda presentó un crecimiento de 53,8% totalizando \$13.063 millones en el período frente a los \$ 8.492 millones de 2004. El margen Ebitda se ubicó en 13,0%, frente a 11,3% del primer semestre de 2005.

El resultado no operacional presentó una pérdida de \$ 1.531 millones en comparación la pérdida de \$1.021 millones mostrada el año anterior. Este resultado se explica por un aumento de 44,7% en los gastos financieros (\$1.267 millones), por la mayor corrección monetaria registrada durante el período por \$630 millones (+62,5%), y por los menores ingresos financieros, todos los cuales no fueron suficientemente compensados por una favorable diferencia de cambio \$ 246 millones.

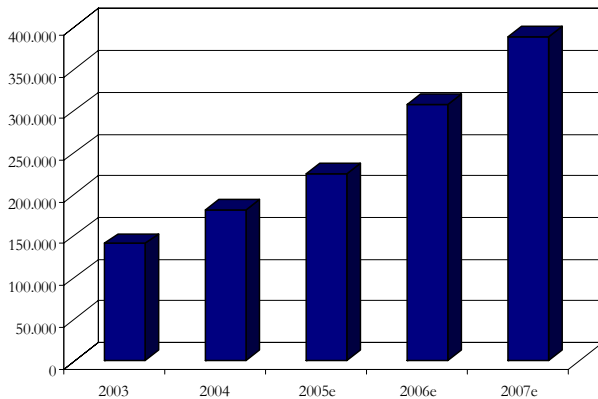
### Consideraciones de Inversión

- **Fuerte plan de expansión a nivel nacional con inversiones de US\$ 50 millones en 2005 y 2006 (+)**

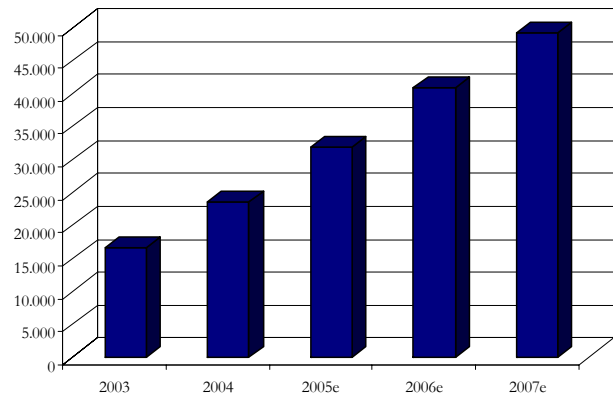
La empresa ha anunciado inversiones por US\$ 25 millones para 2005 y otros US\$ 25 millones para 2006 a nivel nacional. Esta estrategia de expansión le permitirá a La Polar llegar a mercados en los que antes no participaba. Ahora están principalmente orientados a penetrar las regiones del país en donde tienen muy poca presencia. Ya se inauguró un local en Copiapó, y se espera que a fin de año estén operativos un local en Viña del Mar, otro en Osorno y uno en Coquimbo, aunque este último podría aplazarse para el próximo año. Por otro lado, se realizarán tres remodelaciones para el presente año (Rancagua, Alameda y Talca), las cuales adicionarían alrededor de 5.000 mts<sup>2</sup> de espacio venta. Todo lo anterior, permitirá contar con alrededor de 94.000 mts<sup>2</sup> de espacio venta hacia fines de 2005. En 2006 se espera abrir otros tres locales, además de algunas remodelaciones y ampliaciones. Por todo lo anterior esperamos un crecimiento en las ventas de 24% para este año y para 2006 un 37%, debido a que ya habrán madurado una serie de locales anteriormente inaugurados.

El número de tarjetas de crédito emitidas por la empresa ha ido en constante aumento año tras año. Actualmente hay más de 1,7 millones de tarjetas emitidas de las cuales el 75% está activo (1,5 millones de tarjetas) con una cartera de colocaciones cercana a US\$ 240 millones (incluyendo la cartera securitizada). Para fines de 2005 el número de clientes con tarjeta de crédito de La Polar debería superar los dos millones. Esto es de vital importancia ya que el 98% del resultado operacional del primer semestre de este año queda explicado por el resultado del negocio financiero, que consiste básicamente en ofrecer créditos para poder comprar en forma directa en la multitienda.

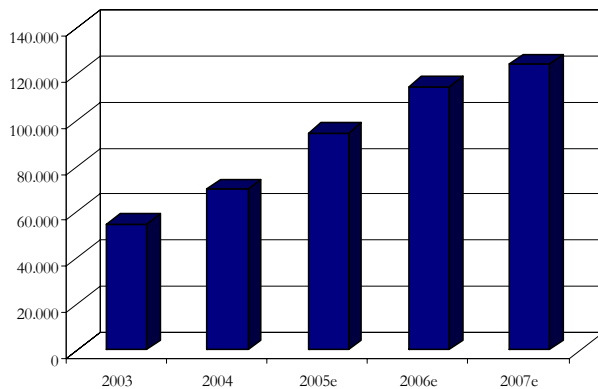
**VENTAS HISTORICAS Y ESTIMADAS (MM\$)**



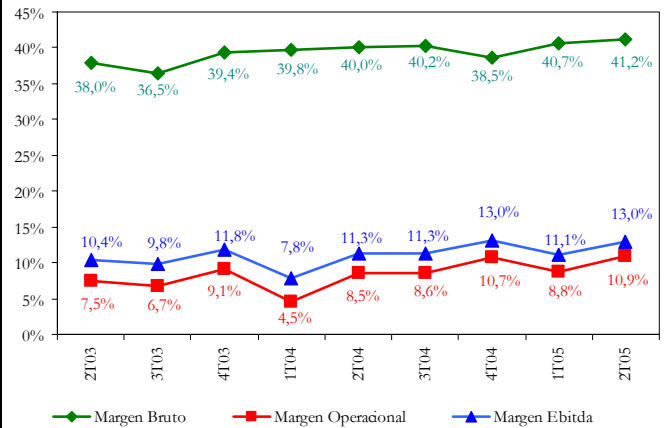
**EBITDA HISTÓRICO Y ESTIMADO (MM\$)**



**SUPERFICIE DE SALAS DE VENTA (MTS²)**

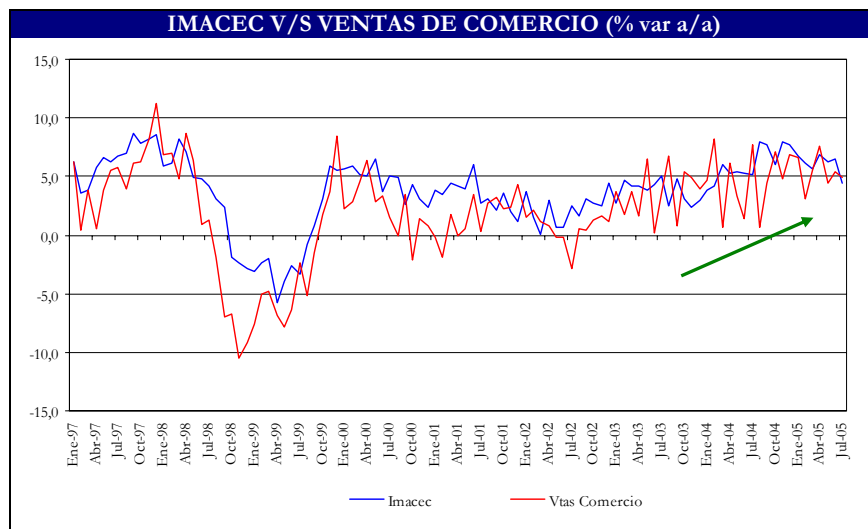


**MARGENES TRIMESTRALES HISTÓRICOS**



- Buenas perspectivas para la demanda interna en 2005 (+)**

Las perspectivas para la economía en 2005 han ido en aumento a lo largo de año, con la mayoría de las estimaciones cambiando hacia el alza. Si bien hasta mediados de 2004, el principal impulsor del crecimiento del PIB en Chile fue la demanda externa, a partir del segundo semestre de ese año la demanda interna ha experimentado un fuerte repunte y se espera se mantenga en el mediano plazo. Esta última crecería en torno al 10% en 2005, con lo que la economía crecería un 6,3%. Esto se reflejará en los resultados de La Polar, ya que su negocio está fuertemente influenciado por la evolución del consumo interno del país. Además las expectativas de crecimiento económico para 2006 también son alentadoras, por lo que podríamos esperar que la demanda interna siga fuerte, y con ello los resultados de La Polar continúen creciendo en forma importante hacia el próximo año.



Fuente: Banco Central, CNC.

- **La Polar transa a múltiplos menores al promedio de la industria y con respecto al IPSA, con un premio menor al histórico. (+)**

La Polar se ha transado históricamente, respecto de otras empresas chilenas del sector comercio, con un castigo sobre los múltiplos del promedio de la industria. Esto podría justificarse por la mayor importancia relativa de su negocio financiero (el 83% del Ebitda consolidado de la compañía a junio de este año es explicado por el negocio financiero de la empresa). Sin embargo creemos que el actual castigo es excesivo dada las mayores expectativas de crecimiento en el Ebitda para los próximos años (según nuestras estimaciones la tasa de crecimiento compuesto del Ebitda en el período 2004-2010 será del orden de 19%).

Por otro lado, con respecto al IPSA, los títulos de La Polar han transado históricamente en promedio un 25% por sobre el principal índice bursátil del país. Considerando nuestras estimaciones para 2006, las acciones de la compañía se transan levemente por sobre el múltiplo de mercado (con un premio de sólo 7%), por lo que habría espacio para una apreciación adicional en los títulos.

	IPSA	LA POLAR	PREMIO
VE / EBITDA 2004	9,0	11,5	28%
VE / EBITDA 2005e	9,3	12,1	30%
VE / EBITDA 2006e	8,8	9,4	7%

En base a lo anterior podemos señalar que el mercado aun no tiene internalizado el plan de expansión que ha anunciado la compañía, como tampoco los excelentes resultados reportados al primer semestre de 2005, lo que redundará en un fuerte crecimiento del Ebitda como lo mencionamos anteriormente.

- **Regulación de tarjetas de créditos de casas comerciales perjudicaría fuertemente los resultados (-)**

Según nuestras estimaciones el 98% del resultado operacional a junio de 2005 queda explicado por el resultado del negocio financiero de La Polar. Si bien, no esperamos que en el mediano plazo, las actuales autoridades determinen regular el negocio crediticio de las casas comerciales (esto a la luz de las recientes declaraciones del Ministro de Hacienda), no descartamos que un próximo gobierno eventualmente presente iniciativas en este sentido que pudieran afectar los resultados de las empresas del sector, en particular y en mayor medida los de La Polar.

En las siguientes tablas, mostramos una parte de los resultados obtenidos por el Sernac en un estudio de abril del presente año. Cabe hacer notar que las tasas de interés mencionadas consideran todos los costos asociados a las compras a crédito (tasa de interés, seguros, facturación, etc.).

Máxima Tasa de Interés cobrada por un crédito a 3 meses de plazo							
Empresa	Electrónica	Electrodomésticos	Línea Blanca	Hogar	Computación	Deporte	Vestuario
Falabella	3,15%	2,68%	2,68%	2,68%	2,68%	3,19%	3,33%
Paris	2,78%	2,78%	2,78%	4,06%	2,78%	4,06%	4,06%
La Polar	5,99%	5,99%	5,99%	5,99%	5,99%	6,04%	6,04%
Ripley	4,01%	4,01%	4,01%	5,51%	4,01%	5,51%	5,50%
Din	6,82%	7,37%	5,37%	7,34%	4,33%	-	-
ABC	4,65%	4,65%	4,65%	5,10%	4,65%	-	-
Johnson's	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	7,95%	7,95%
Hites	3,43%	3,43%	3,43%	3,43%	3,43%	3,43%	3,43%

Tasa Máxima Convencional = 3,44%

Máxima Tasa de Interés cobrada por un crédito a 12 meses de plazo							
Empresa	Electrónica	Electrodomésticos	Línea Blanca	Hogar	Computación	Deporte	Vestuario
Falabella	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%
Paris	2,99%	2,99%	2,99%	3,99%	2,99%	3,99%	3,99%
La Polar	4,48%	4,48%	4,48%	4,48%	4,48%	5,19%	5,19%
Ripley	3,72%	3,72%	3,72%	5,40%	3,72%	5,42%	5,49%
Din	5,26%	5,94%	5,26%	5,92%	5,26%	-	-
ABC	4,15%	4,15%	4,15%	4,60%	3,90%	-	-
Johnson's	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%
Hites	3,43%	3,43%	3,43%	3,43%	3,43%	3,43%	3,43%

Fuente: Sernac

- **Expectativas de un ambiente competitivo más intenso en su mercado objetivo (-)**

La Polar está orientada a un segmento de clientes de estrato socio económico medio-bajo, segmento que las principales tiendas por departamento (Falabella, Ripley y Paris) no han considerado como un mercado relevante en el pasado. Sus competidores más directos (multitiendas) están ejecutando fuertes planes de expansión (Hites y Johnson's) para tratar de volver a capturar parte del mercado que antes les pertenecía y que a lo largo de los últimos años La Polar les arrebató. Falabella y Ripley también están considerando la apertura de tiendas en ubicaciones donde antes no tenían presencia pudiendo capturar parte del nicho de mercado atendido por La Polar.

- **Eventual liquidación de la cartera accionaria del FICE Genesis Chile Fund (-)**

El FICE Genesis Chile Fund a junio de 2005, poseía poco menos de un 4% de la propiedad de La Polar (3,8%). Una eventual liquidación de la cartera por parte del fondo de inversión podría provocar una caída en el precio del papel producto de una sobre oferta de los títulos de la compañía.



### Supuestos y Recomendaciones

- Para la estimación de las ventas hemos supuesto que durante 2005 se abrirán cuatro locales y se remodelarán otros tres, con lo que hacia fines de año la superficie de ventas alcanzará a 94.000 mts<sup>2</sup> (hasta el momento ya se inauguró uno de estos locales en Copiapó y se espera inaugurar una tienda en Viña del Mar y otra en Osorno). Para el año 2006 se estima que se inaugurarán otros tres locales además de la remodelación y/o ampliación de otros tres. Así, para fines de 2006 La Polar podrá contar con alrededor de 115.000 mts<sup>2</sup> de espacio de venta. Por lo tanto, esperamos un crecimiento de la superficie de salas de venta de 35% para 2005 y 21% para el próximo año.
- En cuanto a márgenes, esperamos que el margen bruto se mantenga estable en niveles de 39,8% en los próximos años, mientras que el margen Ebitda alcanzaría a 14,1% y 13,2% en 2005 y 2006 respectivamente, con crecimientos en el flujo de caja operacional de 24% este año y 37% el 2006. Esto último producto de la maduración de tiendas abiertas en el último tiempo y el plan de expansión detallado previamente.
- Estimamos que las ventas por metro cuadrado aumentarán un 9,2% en 2005, 7% en 2006, 5% en 2007 y 3% promedio en el largo plazo.
- Finalmente, para estimar el valor de la acción hemos utilizado un análisis de flujo de caja descontado con un horizonte de evaluación de 6 años. Considerando una tasa de costo de capital de 8,8% real y una tasa de crecimiento de la perpetuidad de 3%, obtenemos un precio objetivo a junio de 2006 de \$1.770 por acción, que dada la asignación de un nivel de riesgo medio para esta inversión, y una apreciación esperada de 9,3%, recomendamos “Mantener / Riesgo Medio”.

## Evolución Precio Acción Año 2005 e Historial de Recomendaciones

### **Evolución Precio Acción LA POLAR Año 2005**



### **Historial de Recomendaciones Año 2005**

Fecha	Precio Objetivo	Recomendación
27-Jul-05	\$ 1.650	Mantener
26-Sep-05	\$ 1.770	Mantener

## Información Importante

Las opiniones que los Analistas del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa emiten en cada informe reflejan verazmente sus visiones personales acerca de la (s) empresa (s) mencionada (s). Los analistas del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no han recibido, reciben o recibirán compensación directa o indirecta por expresar recomendaciones o visiones específicas en cada informe.

El (los) Analista (s) del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa responsable (s) de la preparación de este informe recibe (n) incentivos basados sólo en la calidad de sus estudios y competencia personal, certeza de sus proyecciones y evaluaciones de desempeño por parte de diversas unidades de Banchile. Por lo anterior, dichos incentivos no están ligados a las utilidades de la compañía ni por ende al resultado de la gestión de la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa ni a las actividades desarrolladas por la unidad de Investment Banking.

El Analista del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías que estén bajo su cobertura de análisis. En tanto, el Gerente de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías chilenas que coticen sus títulos en bolsa.

El instructivo de carácter interno denominado “Normas para Transacciones de Valores y de Moneda Extranjera de los Empleados de Banchile” tiene como objeto regular todas aquellas transacciones de valores y de moneda extranjera que realice un “empleado de Banchile” de tal forma de evitar conflictos de intereses. En particular, respecto de las transacciones de acciones, y entre otras disposiciones, un “empleado de Banchile” no puede vender los “valores” en un plazo inferior a 180 días contados desde la respectiva fecha que los adquirió, en tanto toda orden para compra/venta de acciones u opciones en el mercado nacional debe ser enviada al agente atención de “empleados de Banchile” con siete días de anticipación a la fecha que el empleado desee que se realice la transacción. Todo “empleado de Banchile” sólo puede adquirir acciones de compañías que componen el índice IPSA, limitación que rige también para los Analistas del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

Banchile Corredores de Bolsa puede realizar transacciones de compra y venta y mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos financieros mencionados en este informe, las que pueden ser contrarias a la (s) recomendación (ones) aquí contenidas.

A la fecha de publicación de este informe, 26 de septiembre de 2005, la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa no posee acciones de La Polar. Dicha posición puede tener, total o parcialmente, el carácter de trading y/o de inversión de mediano o largo plazo.

En los últimos doce meses, La Polar no ha sido cliente de la unidad de Investment Banking de Banchile Corredores de Bolsa.

Este informe ha sido elaborado con el propósito de entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión. Entendiendo que la visión entregada en este informe no debe ser la única base para la toma de una apropiada decisión de inversión y que cada inversionista debe hacer su propia evaluación en función de su tolerancia al riesgo, estrategia de inversión, situación impositiva, entre otras consideraciones, Banchile Corredores de Bolsa ni ninguno de sus empleados es responsable del resultado de cualquier operación financiera.

Este informe no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes que nos parecen confiables, no podemos garantizar que éstos sean exactos ni completos.

Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso. La frecuencia de los informes, si la hubiere, queda a discreción del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización expresa previa por parte de Banchile Corredores de Bolsa.