



UNIVERSIDAD DE CHILE  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS  
ESCUELA DE ECONOMIA Y ADMINISTRACION

## **VALORACION DE LA POLAR**

Seminario para optar al título de Ingeniero Comercial  
Mención Administración

### Integrantes

Alfredo Dihmes Godoy  
Diego Larach Echevarría  
Fernando Yávar del Canto

Profesor Guía: Edinson Cornejo

Santiago de Chile  
Otoño 2005

## ÍNDICE DE CONTENIDO

	Página
RESUMEN EJECUTIVO	6
INTRODUCCION	7
CAPITULO I	
ANTECEDENTES GENERALES	8
1.1 Historia del Retail en Chile	8
1.1.1 Los fabulosos 90`	9
1.1.2 Fusiones	10
1.2 Industria de las Tiendas por Departamento	11
1.2.1 Información sobre los Principales Participantes	13
1.2.2 Otras Variables Relevantes	14
CAPITULO II	
LA POLAR	17
2.1 Historia	17
2.1.1 Apertura a la Bolsa	18
2.2 Estructura del Negocio de La Polar	19
2.2.1 Identificación de la Sociedad	20
2.2.2 Estructura de la Propiedad	21
2.2.3 Directorio de la Sociedad	22
2.2.4 Estructura Administrativa de La Polar	22
2.3 La Formula de “La Polar”	23
2.4 Negocio Financiero	25
CAPITULO III	
ANALISIS FINANCIERO	27
3.1 Análisis de Partidas de Balance	27
3.2 Estado de Resultados	29
3.3 Ratios Financieros	32
3.3.1 Liquidez	32
3.3.2 Endeudamiento	33
3.4 Comparación con la Competencia Relevante	34
3.4.1 Comparación de Liquidez	34
3.4.2 Comparación de Endeudamiento	36
3.4.3 Comparación de Retornos	39
3.4.4 Comparación de Márgenes	41
3.4.5 Comparación de Valores de Mercado	42
CAPITULO IV	
PROYECCION	44
4.1 Valoración	44
4.1.1 Flujo de Caja Libre	44
4.1.2 Análisis De Flujo	45
4.1.3 Flujo de Caja Apalancado Proyectado	49

CAPITULO V	
TASA DE DESCUENTO	50
5.1 Tasa de Costo Patrimonial	50
5.1.1 Rentabilidad de Mercado	50
5.1.2 Retorno Libre de Riesgo	50
5.2 Estimación de Beta de La Polar	51
5.3 Calculo de $K_s$	53
5.4 Costo de Capital Promedio Ponderado ( $K_{wacc}$ )	53
5.4.1 Costo de la Deuda ( $K_b$ )	53
5.4.2 Calculo del Costo Promedio Ponderado ( $K_{wacc}$ )	55
CAPITULO VI	
VALOR DE LA EMPRESA	56
6.1 Calculo del Valor del Patrimonio y Valor de Continuidad	56
CAPITULO VII	
SENSIBILIZACION	58
7.1 Sensibilización de Monte Carlo	58
CAPITULO VIII	
VALORACION POR MULTIPLOS	61
CAPITULO IX	
CONCLUSIONES	63
BIBLIOGRAFIA	65
ANEXOS	67

## ÍNDICE DE FIGURAS

		Pagina
Figura N° 1:	Participación de Mercado 1999	11
Figura N° 2:	Participación de Mercado 2002	12
Figura N° 3:	Participación de Mercado 2003	12
Figura N° 4:	Ingresos de Retail en Chile de las Principales Tiendas	15
Figura N° 5:	Ingresos Totales Consolidados de las Principales Tiendas	15
Figura N° 6:	Superficie de cada Tienda por Departamento en Chile	16
Figura N° 7:	Superficie de Ventas Totales por Metro Cuadrado	16
Figura N° 8:	Organigrama Corporativo del 2004	20
Figura N° 9:	Organigrama Administrativo 2004	22
Figura N° 10:	Mapa de Tiendas de La Polar a lo largo de Chile	25
Figura N° 11:	Evolución de Numero de Tarjetas Emitidas	26
Figura N° 12:	Índice de Liquidez	32
Figura N° 13:	Índice de Endeudamiento	33
Figura N° 14:	Índice de Razón Corriente	34
Figura N° 15:	Test Acido	35
Figura N° 16:	Índice de Deuda Total Dividido por Activos	36
Figura N° 17:	Índice de Leverage	37
Figura N° 18:	Índice de Cobertura	38
Figura N° 19:	Retorno sobre el Patrimonio	39
Figura N° 20:	Retorno sobre los Activos	40
Figura N° 21:	Los Márgenes Operacionales	41
Figura N° 22:	Razón Precio Utilidad	42
Figura N° 23:	Price to Book	43
Figura N° 24:	Distribución de los resultados de la Simulación	60
Figura N° 25:	Precios de Cierre Diarios	63
Figura N° 26:	Comparación de Rentabilidades Mensuales	64

## ÍNDICE DE CUADROS

		Pagina
Cuadro N° 1:	Características Generales de la Colocación	19
Cuadro N° 2:	Estructura de la Propiedad	21
Cuadro N° 3:	Balance Consolidado	27
Cuadro N° 4:	Balance Consolidado en %	29
Cuadro N° 5:	Estado de Resultado	30
Cuadro N° 6:	Variación de los Ingresos por Venta	46
Cuadro N° 7:	Proyección Ingresos por Venta	46
Cuadro N° 8:	Márgenes Históricos Costos de Explotación	46
Cuadro N° 9:	Proyección Costos de Explotación	46
Cuadro N° 10:	Márgenes Gastos de Adm. y Venta Históricos	47
Cuadro N° 11:	Proyección Gastos de Adm. y Venta	47
Cuadro N° 12:	Depreciación Histórica	47
Cuadro N° 13:	Proyección Depreciación	47
Cuadro N° 14:	Activos Fijos Históricos	48
Cuadro N° 15:	Proyección Activos Fijos	48
Cuadro N° 16:	Márgenes Capital de Trabajo Históricos	49
Cuadro N° 17:	Proyección Capital de Trabajo	49
Cuadro N° 18:	Flujo de Caja Libre Proyectado	49
Cuadro N° 19:	Estimación de $\beta$	51
Cuadro N° 20:	Estimación de $\beta$	52
Cuadro N° 21:	Cálculo Patrimonio Bursátil	56
Cuadro N° 22:	Resultados Simulación	60
Cuadro N° 23:	Ratios de Mercado	61
Cuadro N° 24:	Valoración por múltiplos	62

## **RESUMEN EJECUTIVO**

El objetivo de este Seminario es encontrar los determinantes claves en el repunte que tuvo La Polar, desde su adquisición por parte del fondo de inversión Southern Cross, hasta llegar a situarse como la cuarta tienda por departamentos más grande de Chile, incluyendo su ingreso a la bolsa el año 2003, doblando su precio de colocación (\$580) en menos de 2 años, y además obteniendo rentabilidades superiores a las de mercado en gran parte del periodo de transacción..

También se calculo el valor de mercado de la acción de La Polar, utilizando el método de Valoración de Flujo de Caja Libre, con un horizonte explícito de 5 años (2005 – 2009) y un horizonte implícito calculado a partir de los índices de la Industria Norteamericana.

Los resultados fueron simulados con el programa sensibilizador de Parisi, el cual mediante una simulación de Monte Carlo, entrega el valor más probable de la acción (\$1.230,98) y su rango de fluctuación (\$684,8 y \$1712,1), los cuales se acercan a los valores realmente pagados por la acción.

Finalmente, podemos decir que la acción de La Polar se ha afirmado en el mercado, producto de una administración correcta, y sobre todo, por las altas expectativas de crecimiento futuras.

## INTRODUCCIÓN

A continuación se presenta el Seminario para obtener el Título de Ingeniero Comercial. En ella se desarrolla la Valoración de la Empresa “La Polar”, motivados por cuantificar el repunte obtenido por la empresa en los últimos cinco años, tomando en cuenta el alto grado de rivalidad existente en la industria de las tiendas por departamento y, la oportunidad de llevar la teoría financiera a la práctica.

El estudio en sus primeros capítulos nos sitúa en el contexto industrial, comprendiendo los siguientes capítulos: Capítulo I, el cual menciona los inicios y evolución del Retail en Chile, la industria y principales participantes y, gráficos comparativos para variables relevantes. Capítulo II, que aborda a la empresa La Polar propiamente tal, su historia, características organizacionales y estrategias utilizadas. Capítulo III que incluye el análisis financiero de la empresa y la comparación de esta, con la competencia relevante.

Luego en los capítulos finales se desarrolla la valoración de la empresa, incluyendo el Capítulo IV, donde se determinan y muestran las proyecciones, Capítulo V que aborda la determinación de la tasa de descuento apropiado y Capítulo VI el que hace referencia al cálculo del valor del patrimonio y valor de continuidad.

## I ANTECEDENTES GENERALES

### 1.1 Historia del Retail en Chile

En sus 115 años de historia, la industria del retail en Chile ha vivido en los tres últimos períodos su mejor momento. A nivel de resultados, hoy este sector factura cerca de US\$ 20 mil millones anuales y con perspectivas de seguir creciendo debido a los planes de expansión de las principales cadenas supermercadistas, tiendas por departamentos y centros comerciales, quienes no dan tregua a la hora de posicionarse como número uno.

Nadie imaginó que lo que nació como pequeños emprendimientos familiares hoy sean los dueños de las cadenas más importantes del país. Falabella es un ejemplo de ello, esta tienda se inició nada menos que como una pequeña sastrería en el año 1889, y tras más de cien años de historia, hoy emerge como una de las grandes cadenas de tiendas por departamento del país.

Pero los comienzos de las tiendas por departamentos, no sólo se deben a la empresa de la familia Solari, también hay que reconocer el impulso que entregaron locales como “CasaGarcía”.

A poco andar, en 1900, la familia Gálmez funda Almacenes Paris, que no era más que una pequeña mueblería donde colocaban los productos que fabricaba el grupo familiar, tal como sucedió en los casos de las sastrerías que dieron origen a Falabella y La Polar.

Sin embargo, no fue sino hasta 1950 que estas empresas extienden su rubro de operaciones incorporando el área del vestuario, y recién en la década del 70<sup>º</sup> incluyen los productos de electro hogar.

Fue también en la época de los 50<sup>º</sup> cuando aparecen los primeros supermercados y las tiendas especializadas. Estos locales en un comienzo ofrecieron básicamente productos



comestibles, pero al igual que las tiendas por departamento, con el tiempo fueron incorporando artículos de vestuario y electro hogar.

Un negocio que también se instaló tímidamente allá por la década de los 70', son los conocidos "Caracoles", los que agrupaban pequeñas tiendas comerciales, que aún subsisten. Sin embargo, este formato tuvo un giro recién en 1981 cuando se inaugura el Centro Comercial Apumanque. Inmediatamente después surge Parque Arauco, en plena Avenida Kennedy, cuyo mérito fue integrar a su formato las denominadas "tiendas anclas", pero éstas a diferencia de lo que hoy conocemos, no eran precisamente de origen local, sino que eran de procedencia extranjera.

Recién en la década de los 90' las tiendas por departamento, vinculadas a las familias locales, ocuparon un espacio en los centros comerciales.

Poco a poco el insipiente desarrollo de los supermercados atrajo a las grandes cadenas de Retail. Así fue como Falabella se asoció con otras compañías para incursionar en el área inmobiliaria, participando, a la fecha, en alrededor de un 50% de cinco centros comerciales del Grupo Plaza. Almacenes Paris hizo lo suyo, y también ingresó a la propiedad de los Mall Plaza con un 22,5%. Ripley fue más allá, y en lugar de formar parte de un grupo, decidió levantar sus propios centros comerciales y hoy posee tres mall. Por otra parte, la familia Ibáñez, quien también encabeza el ranking de las empresas centenarias en el sector comercio, decidió entrar a competir en el área de los centros comerciales con la construcción de malls vecinales a comienzos de los años 90'.

### **1.1.1 Los fabulosos 90'**

Pero todo el desarrollo de la industria del Retail en el país se concentró en los años 90'. ¿La razón? El auge económico de Chile, que gatilló que tanto centros comerciales, supermercados y tiendas por departamentos comenzaran a presentar un crecimiento explosivo, y llegaran nuevos actores al mercado local.

En ese período también se desarrolló el negocio de las tarjetas de crédito propias. Negocio no menor, considerando que actualmente entre el 65% y 70% de las ventas de las tiendas por departamento se realizan a través de ese medio de pago.

También se introdujo el formato de los Homecenter, que no son otra cosa que tiendas especializadas en materiales de la construcción y mejoramiento del hogar. Un rubro nada despreciable, si se considera que el mercado para estas cadenas se estima en alrededor de US\$ 3.600 millones. Aquí los actores en disputa son Sodimac e Easy.

En este mismo período se inicia la expansión internacional de las grandes cadenas locales, y muchos deciden replicar la experiencia de Jumbo en tierras foráneas, cadena que desde el año 1982 posee un hipermercado en Argentina y que más tarde inaugurara un mall también en ese país.

Falabella fue la primera con la apertura de una tienda en Mendoza (Argentina), y más tarde decidió arribar a Perú. También Ripley decidió internacionalizarse, con la instalación de una tienda en Lima.

Por esos años, Cencosud también realizó su apuesta por los centros comerciales. Fue de esa forma que los principales actores de la industria iniciaron una nueva etapa: La Concentración.

### **1.1.2 Fusiones**

Desde el 2003 en adelante, las compras, fusiones y adquisiciones no pararon. El primer golpe lo dio Cencosud al concretar la compra de Santa Isabel, luego sorprendió Falabella al fusionarse con Sodimac. Más tarde hizo lo mismo D&S, cuando decidió comprar la cadena francesa Carrefour.

En 2004 no pararon. Cencosud compra los supermercados Las Brisas y Extra, Falabella adquirió el control de la firma local de supermercados San Francisco, y los Gálmez vendieron participación en Almacenes Paris a los grupos Consorcio y Quiñenco, mientras aumentó su participación Jorge Gálmez.

El primer trimestre de este año (2005), Cencosud lanzó una exitosa OPA por el 100% de Almacenes Paris, lo que inevitablemente tenderá a mover nuevamente las piezas de este puzzle.

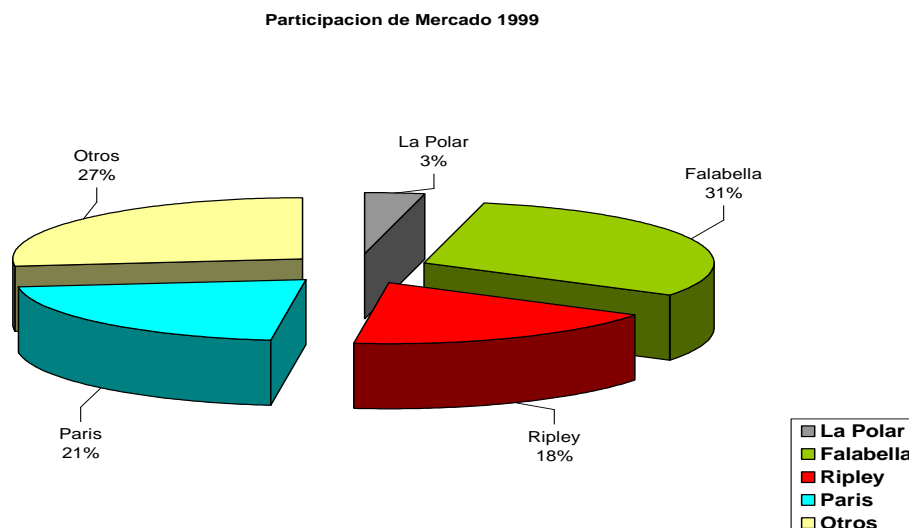
## 1.2 Industria de las Tiendas por Departamentos

La industria de las tiendas por departamento se ha caracterizado por la constante evolución de la estructura del comercio, representando una competencia cada vez más fuerte. Esta industria se puede desglosar entre tiendas por departamento y multitiendas. Las tiendas por departamento se caracterizan por una mayor superficie de ventas y surtido de productos que las multitiendas. Además, tienden a atender a segmentos de clientes de mayores recursos (segmentos ABC1, C2).

Al Tomar en cuenta estas dos categorías de tiendas se observa que hay 4 principales operadores: Falabella, Ripley, Almacenes Paris y La Polar. El resto del mercado está compuesto principalmente por varias multitiendas como: Johnson`s, Corona, Tricot y Din, entre otras.

A continuación se mostrará la evolución de las participaciones de mercado para distintos años:

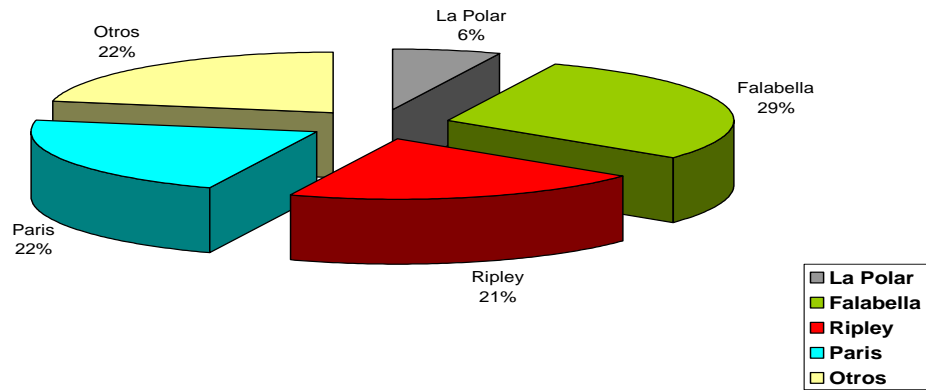
**Figura N° 1**



Fuente: Elaboración propia

**Figura N° 2**

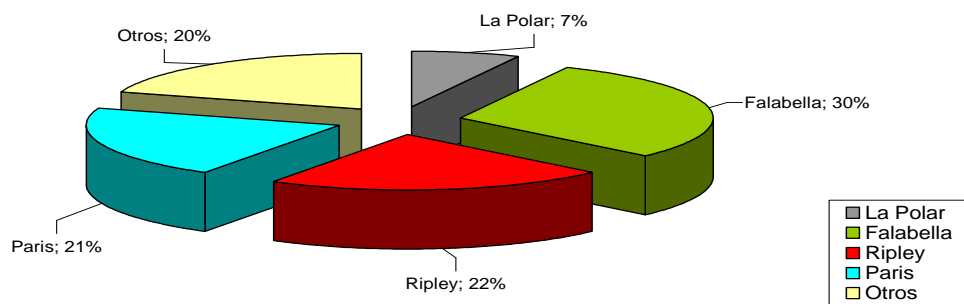
**Participación de Mercado 2002**



Fuente: Elaboración propia

**Figura N° 3**

**Participación de Mercado 2003**



Fuente: Elaboración propia

A partir de los gráficos notamos principalmente dos situaciones:

- El paso de Ripley del tercer al segundo lugar en la industria.
- El aumento de la participación de mercado de La Polar, en desmedro de las multitiendas.
- El año 2004, La Polar aumento su participación de mercado a 9% considerando los mismos participantes antes mencionados.

### **1.2.1 Información sobre los principales participantes**

Con un total de 32 locales en Chile, Falabella es la mayor tienda por departamento del país. Además de operar en el rubro de tiendas por departamento, esta compañía maneja un importante negocio financiero a través de su tarjeta de crédito CMR (alrededor de 2,6 millones de tarjetas activas) y su Banco Falabella (primer banco de tiendas por departamento en términos de participación de mercado). La compañía opera también una división de mejoramiento del hogar a través de las marcas Home Store y Sodimac (primer operador del sector con el cual se fusionó Falabella en 2003).

Además de estos negocios, Falabella tiene una participación de alrededor de 50% en el grupo Plaza (centros comerciales) y en varios negocios industriales dedicados a la fabricación de vestuario.

Falabella tiene también presencia en Argentina con 5 tiendas por departamento, y en Perú con 8 tiendas por departamento, 2 supermercados y próximamente locales de mejoramiento del hogar con Sodimac.

A la diversificación de negocios de la compañía, faltaba solamente el de supermercados en Chile. Este ingreso se concretó en 2004 con la compra del 88% de los activos de la cadena de Supermercados San Francisco, la cual opera 8 locales en la Región Metropolitana (3,2% de participación de mercado).

Ripley, el tercer mayor operador en 2002, pasó a ser el segundo mayor operador del rubro en 2003, superando a Almacenes Paris. Ripley cuenta con un total de 28 tiendas en Chile, dentro de las cuales 13 se ubican en la Región Metropolitana. Al igual que sus

competidores, la empresa maneja su propio negocio financiero a través de su tarjeta de crédito (alrededor de 1,6 millones de tarjetas activas) y Banco Ripley. Además del tradicional negocio de tiendas por departamento, Ripley opera en el negocio inmobiliario mediante inversiones en centros comerciales (tres centros comerciales propios y una participación de 25% y 33% en dos centros comerciales en regiones).

La compañía también está presente en Perú donde opera 6 tiendas por departamento. Su ingreso al sector de supermercados en Perú podría materializarse dentro del próximo año, según recientes declaraciones de la compañía.

Con el fin de financiar sus planes de inversión, la compañía realizó una apertura en los mercados financieros a mediados del mes de Julio 2005, colocando el 15% del capital.

El tercer mayor operador de tiendas por departamento, Almacenes Paris, está presente solamente en Chile y maneja un total de 20 tiendas, 10 de las cuales están en regiones.

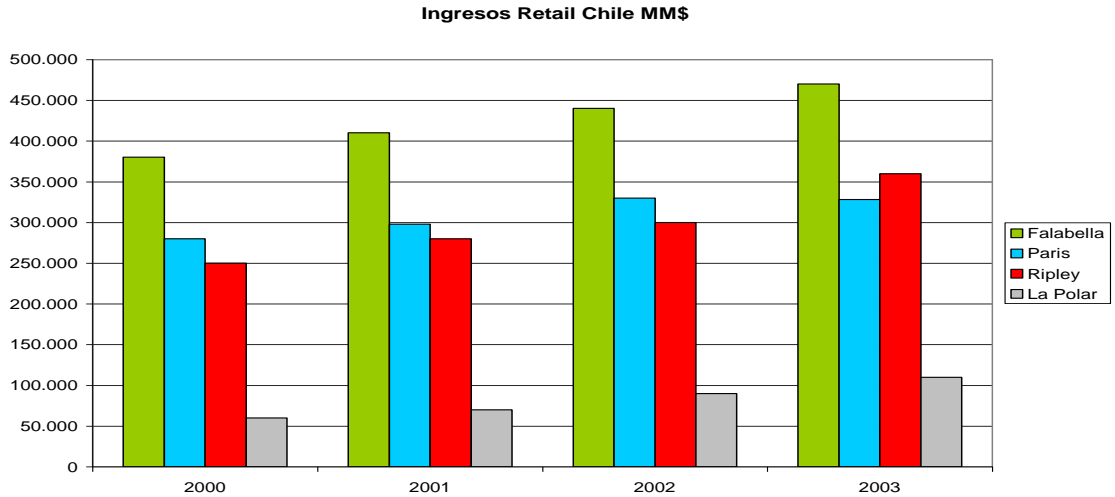
La empresa maneja también un negocio financiero a través de su tarjeta de crédito (alrededor de 1,6 millones de tarjetas activas), negocio que se potenció con la inauguración del Banco Paris a fines de 2004, y opera a través de los activos de Santiago Express, división de consumo del Banco Santander que Almacenes Paris compró en 2003. Esta adquisición permitirá a la compañía empezar a funcionar con un 2,8% de participación de mercado, justo detrás del Banco Falabella (4,7%).

La cuarta mayor tienda por departamento es La Polar (en el punto 4 se describirá la empresa en profundidad).

### **1.2.2 Otras variables relevantes**

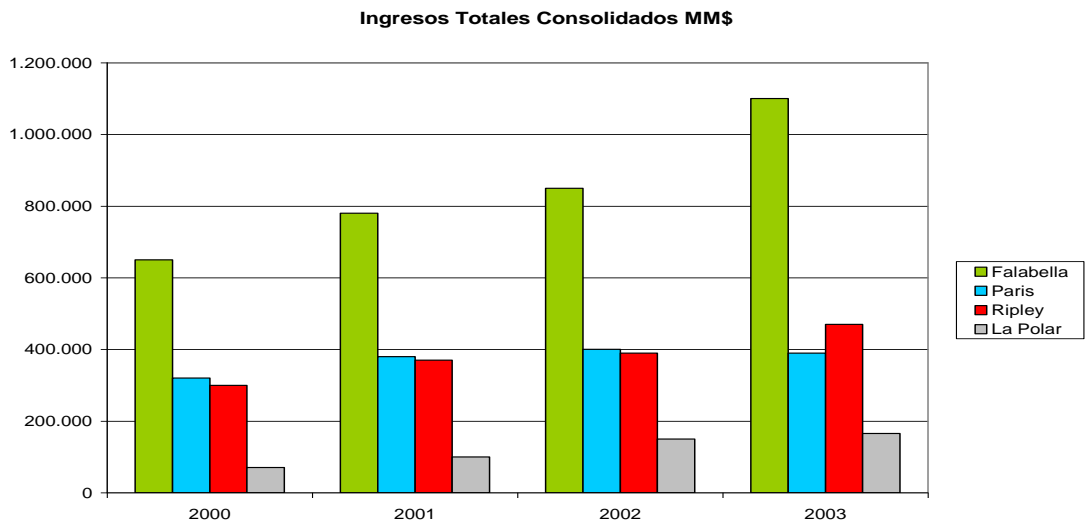
Analizando los ingresos de las compañías de Retail de los últimos años se ve el gran predominio de Falabella, muy por sobre los demás. Pero la diferencia a favor de Falabella aumenta aún más cuando consideramos los ingresos totales consolidados, lo que se explica por la amplia diversificación e internacionalización del negocio, ambos puntos mencionados anteriormente.

**Figura N° 4**



Fuente: Estudio FIT Research- Retail Chile

**Figura N° 5**

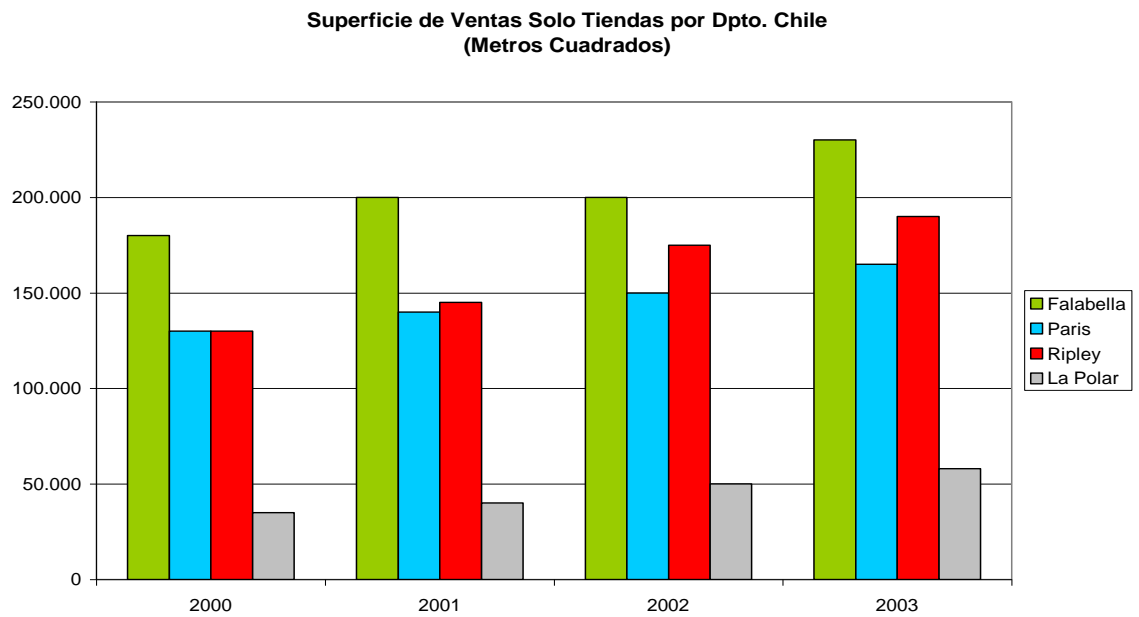


Fuente: Estudio FIT Research- Retail Chile

Ahora, si se considera la superficie de ventas de tiendas por departamento en Chile, también notamos como claro dominador de los últimos años a Falabella. Esta diferencia se acentúa fuertemente si consideramos la superficie de ventas totales. Lo anterior radica en el

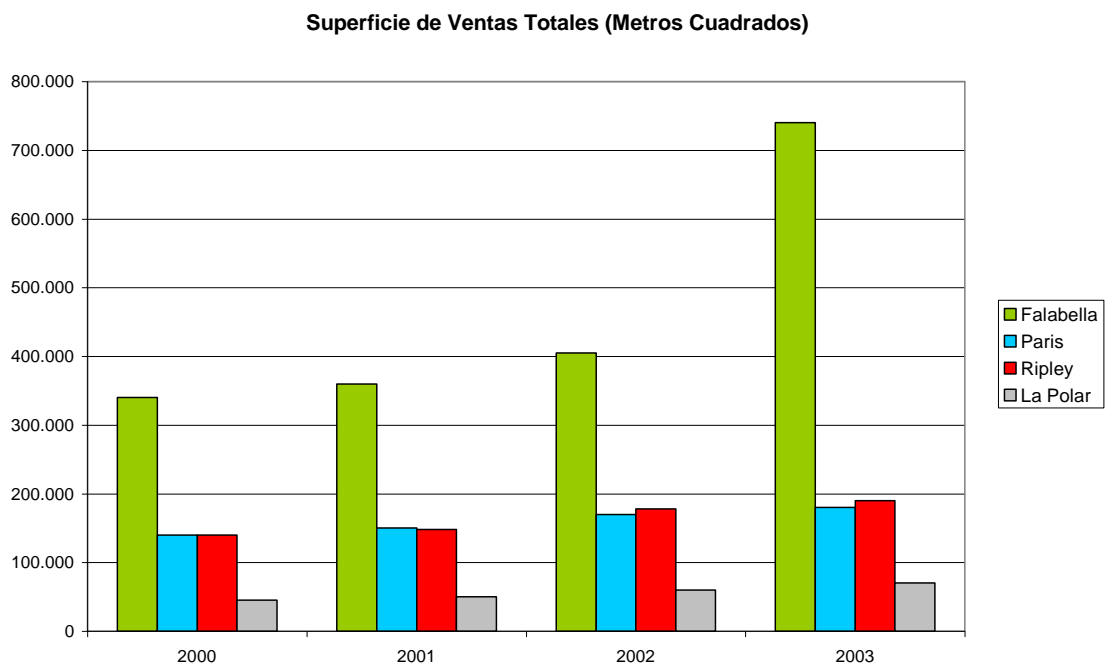
dinámico y exitoso desarrollo del negocio fuera de la frontera nacional. Con presencia en Argentina y Perú. Puntos también citados con anterioridad.

**Figura N° 6**



Fuente: Estudio FIT Research- Retail Chile

**Figura N° 7**



Fuente: Estudio FIT Research- Retail Chile



## II LA POLAR

### 2.1 Historia

La Polar nació en 1922 como una pequeña sastrería ubicada en el barrio de Estación Central, fue ganando calidad y prestigio con el paso del tiempo. Luego en 1922, se realiza la apertura de la primera tienda La Polar en la Avenida Libertador Bernardo O'higgins, actualmente en funcionamiento. En 1953 la familia Paz, mediante Don León Paz Tchimino, compró la sastrería quedando la administración a cargo de diferentes integrantes de la familia. Con los años la empresa comenzó a incorporar un mayor número de artículos transformándose en una multitienda, siendo conocida desde esa época como La Polar.

A partir de la época de los 90 la compañía incorporó, en algunos cargos gerenciales, a profesionales externos que aceleraron la expansión de la compañía. Se inicio así un proceso de apertura de nuevas salas de ventas en Santiago y Regiones.

Entre los años 1990 y 1993 se realizó la apertura de tres nuevas tiendas. Posteriormente, entre 1994 y 1997 se abrieron 12 tiendas más. Ese mismo año la situación financiera de La Polar comenzó a deteriorarse. La crisis económica que se desarrolló a partir de 1998, junto con equivocados métodos de financiamiento, generaron menos ventas y una mayor morosidad de la cartera lo que hizo disminuir el flujo de efectivo de La Polar. Eso hizo que la iliquidez se agudizara y se acumularán las cuentas por pagar a proveedores y los intereses impagos a los bancos.

La compra de mercaderías se redujo al mínimo y las tiendas, a partir de junio de 1998, empezaron a mostrar escasez de productos. El peor momento de esa crisis se produjo entre diciembre de 1998 y enero de 1999, meses en donde las ventas se redujeron en cerca de un 80% con respecto a períodos anteriores.

En este entorno, el 6 de enero de 1999 Southern Cross tomó el control de la compañía, adquiriendo el 100% de los activos fijos y de las marcas. Se constituyó una nueva sociedad continuadora de la operación, Comercial Siglo XXI S.A., mediante la renovación de los pasivos de la empresa con sus acreedores.

En forma paralela a este proceso, Southern Cross realizó sucesivos aumentos de capital, los que totalizaron más de US\$ 30 millones y permitieron regularizar la situación patrimonial de la compañía. Adicionalmente, la administración superior fue renovada completamente.

Superada la fase crítica, la nueva administración relanzó comercialmente la compañía a fines de Agosto de ese año. El siguiente paso fue llevar a cabo una completa reestructuración, la que abarcó prácticamente todas las áreas de La Polar. Los principales cambios que impulsó la nueva administración fueron los relacionados con los criterios de compra y rentabilidad de los productos, con las políticas de crédito y cobranzas, y con los sistemas de información y control. El número de empleados se redujo drásticamente y la estructura de la empresa se simplificó.

A mediados del año 2003 se decidió a emitir nuevas acciones de Comercial Siglo XXI S.A., para hacer un aumento de capital que permitiera financiar su plan de expansión.

Actualmente, La Polar es la tienda que ha experimentado el mayor crecimiento de los últimos años, alcanzando una participación de mercado de aproximadamente 7% en el 2003. Ésta opera 24 tiendas a lo largo de Chile y planea abrir 6 tiendas adicionales próximamente. La compañía maneja también un negocio financiero a través de su tarjeta de crédito (0,8 millones activas). A mediano plazo, los planes de la compañía contemplan el desarrollo de otras divisiones de negocio dentro de sus tiendas y el ingreso a otros mercados en América Latina y Centro América.

### **2.1.1 Apertura a la Bolsa**

Durante el mes de septiembre de 2003, se realizó la apertura de Bolsa de La Polar, proceso realizado en conjunto con Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa. Las características generales de esta emisión fueron las siguientes:

**Cuadro N° 1:**

<b>Características Generales de la Colocación</b>	
<b>Razón social</b>	<b>Comercial Siglo XXI S.A.</b>
<b>R.U.T.</b>	<b>96.874.030-k</b>
<b>Numero de inscripción en el Registro de Valores</b>	<b>806</b>
<b>Clasificación de riesgo de las acciones</b>	<b>Primera Clase Nivel 4</b>
<b>Clasificación de riesgo de solvencia de la compañía</b>	<b>A</b>
<b>Numero actual de acciones suscritas y pagadas de la compañía</b>	<b>165.316.370</b>
<b>Numero de acciones a colocar</b>	<b>41.329.093</b>
<b>Numero Final de acciones suscritas y pagadas de la compañía</b>	<b>206.645.463</b>
<b>Nemotécnico Bolsa</b>	<b>La Polar</b>

Fuente: Larraín Vial.

- **Objetivo del aumento de capital:** Financiar parcialmente el plan de expansión de la empresa, el que se enfocará preferentemente en la V Región y en la zona norte del país. El saldo será financiado con una combinación de flujo generado por la operación, deuda bancaria y crédito de proveedores.
- **Beneficio Tributario:** Comercial Siglo XXI S.A. se encuentra inscrita en el mercado para empresas emergentes (“Bolsa Emergente”), por lo que las acciones de la compañía están exentas del impuesto a las ganancias de capital, desde el primer día de transacción hasta un período de tres años, independientemente si cuentan con presencia bursátil. Después de ese período, y en la medida que la acción tenga presencia bursátil, se mantendrá dicho beneficio.
- **Política de Dividendos:** La empresa debe distribuir anualmente como dividendo en dinero a los accionistas a prorrata de sus acciones, al menos el 30% de las utilidades líquidas de cada ejercicio.

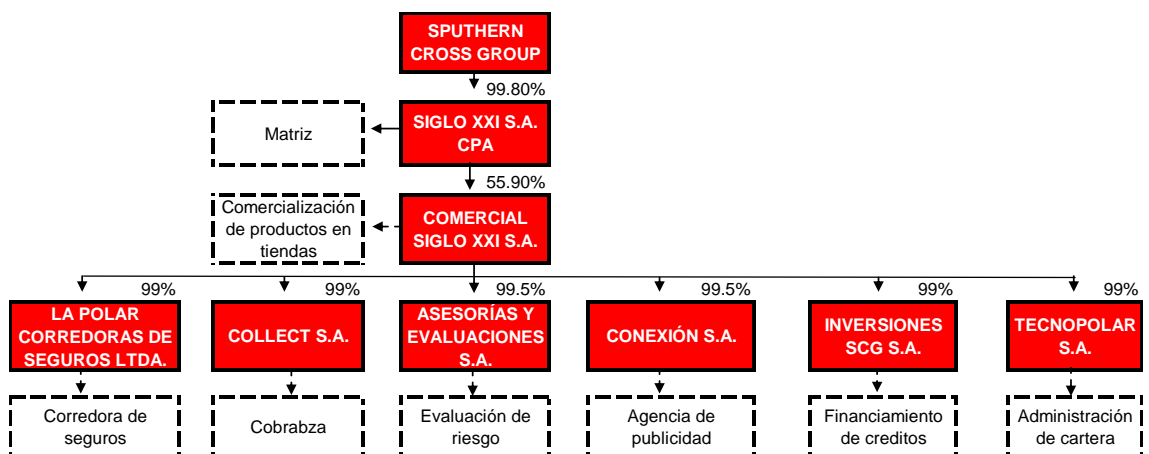
## **2.2 Estructura del negocio de La Polar**

La principal actividad de la compañía es la comercialización de productos varios para el hogar, vestuario, accesorios para hombres, mujeres y niños. La compañía desarrolla también negocios complementarios a la actividad de retail a través de diversas empresas relacionadas tales como: Corredora de Seguros, Cobranza, Evaluación de Riesgo, Agencias de Publicidad, Financiamiento de Créditos y Administración de Carteras.

El negocio del retail se realiza a través de Comercial Siglo XXI S.A. Cuando las transacciones en las tiendas se realizan con la tarjeta de crédito La Polar, la filial inversiones

SCG S.A. es la que financia dicho crédito. Por otra parte, la asesoría de la evaluación de riesgo crediticio necesaria para el otorgamiento del crédito por parte de inversiones SCG S.A. es entregada por las filiales Asesorías y Evaluaciones S.A., quien asume el riesgo final de la cartera incobrable. Así mismo, los servicios de la cobranza de la cartera morosos son prestados por la filial Collect S.A., quien tiene la facultad de subcontratar estos servicios con terceros y ejercer las acciones de cobranza judicial y prejudicial que correspondan. Por otro lado, los servicios de administración de la cartera de clientes son prestados por la filial TecnoPolar S.A., quien además administra carteras de terceros. Los seguros que se ofrecen a la cartera de clientes de inversiones SSG S.A., son canalizados a través de la filial La Polar Corredores de Seguros Limitada. Finalmente, la filial Conexión S.A., es la encargada de administrar las actividades de Marketing y Merchandising.

**Figura N° 8: Organigrama Corporativo**



Fuente: Memoria 2004

### 2.2.1 Identificación de la Sociedad

Razón social: Comercial Siglo XXI S.A.

Rut: 96.874.030-K

Tipo de Sociedad: Sociedad anónima abierta

N° Inscripción Reg.Valores: 806

Nemotécnico Bolsa: LA POLAR

Domicilio Legal: Av. Presidente Eduardo Frei Montalva 520, Renca,  
Sgto.

Casilla: 148 correo 2

Teléfono: 383 3000 – 3833006

Fax: 3833025

Página Web: [www.lapolar.cl](http://www.lapolar.cl)

## 2.2.2 Estructura de la propiedad

Al 31 de diciembre de 2004, los accionistas mayoritarios de La Polar eran los siguientes:

**Cuadro N° 2: Estructura de la Propiedad**

<b>Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)</b>	<b>Número de acciones pagadas</b>	<b>% de propiedad</b>
SIGLO XXI S.A Y CIA EN COMANDITA POR ACCIONES	106.856.565	51,71010
CITIBANK NA POR CTA. TERCEROS CAP XIV	13.801.266	6,67870
LARRAIN VIAL S.A. CORR. DE BOLSA	9.925.343	4,80310
GENESIS CHILE FUND LIMITED	7.806.310	3,77760
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSIÓN C	5.912.727	2,86130
COMPASS EMERGENTE FONDO DE INVERSIÓN	5.330.696	2,57960
CITICORP CHILE FONDO DE INVERSIÓN	4.283.018	2,07260
MONEDA S.A. AFI PARA PIONERO FONDO DE INV.	3.816.000	1,84660
LARRAIN VIAL AFI PARA BEAGLE FONDO DE INV.	3.049.764	1,47580
AFP PROVIDA S.A. FONDO TIPO B	2.731.290	1,32170
AFP CUPRUM S.A. PARA FDO. PENSIÓN C	2.412.081	1,16730
MONEDA S.A. AFI PARA COLONO FONDO DE INV.	2.061.000	0,99740

Fuente: S.V.S.

### 2.2.3 Directorio de la Sociedad

Norberto Morita:                      Presidente del Directorio  
MBA, Columbia University

Moisés Pinsky :                      Ingeniero Comercial

Juan Enrique Riveros I:              Ingeniero Comercial

Baltazar Sánchez G:                Ingeniero Comercial

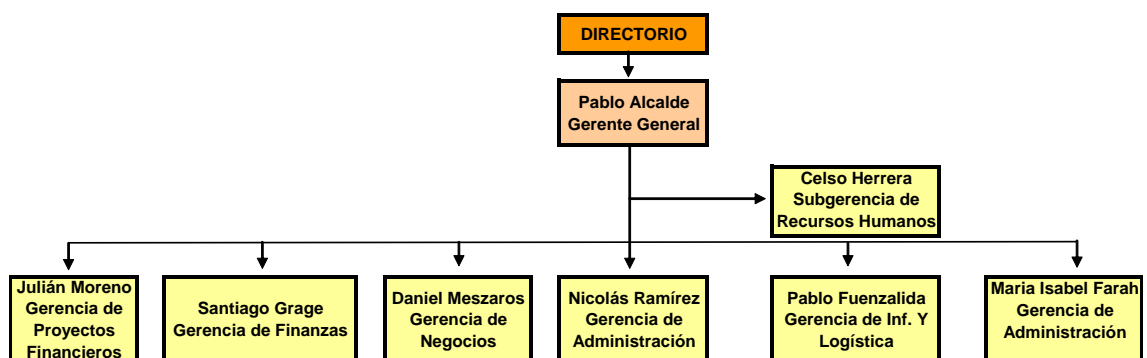
Raúl Sotomayor V:                 Ingeniero Comercial

Andrés Ibáñez T:                    Ingeniero Comercial

Fernando Franke G:                 Ingeniero Comercial

### 2.2.4 Estructura Administrativa de La Polar

Figura N° 9: Organigrama Administrativo



Fuente: Memoria 2003

### 2.3 La formula “La Polar”

La Polar ha pasado de ser un competidor más del mercado a convertirse, actualmente, en la cuarta gran tienda de Retail del país según ventas. Lo anterior se ha logrado gracias una combinación de factores que se han definido como la “formula” de La Polar, la cual explicaremos a continuación.

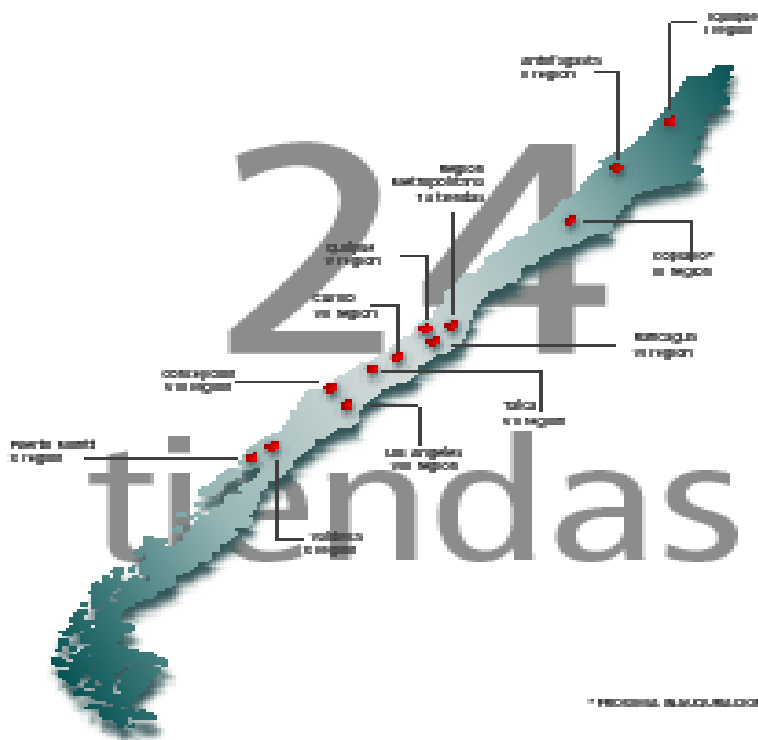
- Gran reconocimiento y posicionamiento de la marca: A lo largo de su historia, la marca se ha mantenido como una de las más reconocidas de la industria, con un fortísimo posicionamiento en su segmento objetivo. (C2, C3, D). Así mismo, este lema ha influido en la estrategia corporativa de la compañía, la cual se centra en hacer realidad la fase anterior, es decir, en el compromiso de la empresa por hacer que el proceso de compra de su público equivalga a conveniencia y servicio.
- Enfoque en los negocios de Retail y de crédito: La compañía ha definido orientarse y fortalecer preferentemente los negocios comerciales y de financiamiento de sus clientes. La incursión en negocios diferentes como el inmobiliario, de confecciones o bancario, si bien no está completamente descartado a futuro, ahora sólo consumiría recursos y esfuerzo que distraerían a la administración del cumplimiento del plan de expansión trienal, que apunta a tener cobertura a lo largo de todo el país y a rentabilizar los negocios existentes.
- Enfoque en su segmento objetivo: La Polar pretende aumentar su presencia y participación en los estratos socioeconómicos medio y medio bajo en todo Chile. Esta orientación y aspiración se justifica, entre otras cosas, en el gran conocimiento que La Polar tiene de sus clientes y que se manifiesta en los siguientes puntos:
  - Mix de productos adecuados: La Polar ha detectado que su segmento objetivo requiere de un surtido más básico de productos, no tan amplio como el ofrecido por las mayores casas comerciales, pero con suficiente profundidad.
  - Buena calidad a precio reducido: Los productos que se encuentran en las tiendas de La Polar son de buena calidad y se venden a precios muy

convenientes, de hecho los precios de artículos estándares son iguales o mejores que los que se encuentran en otras tiendas.

- Servicio adecuado: el cliente tipo de La Polar es, en general, una persona más bien sencilla a la que el vendedor debe abordar con sutileza. Dado que la compra que este cliente realiza significa una importante inversión considerando su presupuesto, necesita un nivel de servicio diferente, con mayor asistencia, y a través de un lenguaje simple y directo que le permita tomar su decisión de compra con confianza.
- Tiendas atractivas y pensadas para sus clientes: El diseño, la distribución de los productos, el motivo de las vitrinas y otros aspectos han sido desarrollados pensando en el cliente tipo de La Polar.
- Focalización en eventos: El segmento objetivo de La Polar es especialmente sensible a los diferentes eventos comerciales del año: la vuelta a clases, el día de la Madre, el día del niño, la navidad, etc. Por esta razón, La Polar desarrolla campañas especiales para cada uno de estos eventos.
- Fácil acceso a crédito: Para el segmento objetivo de La Polar la posibilidad de pagar a crédito es fundamental. Por esto, la compañía ha potenciado su tarjeta dorada, incorporando nuevos beneficios y ampliando los ya existentes.
- Satisfacción integral de las necesidades de su segmento objetivo: La multitienda es algo esencial en la vida del cliente de La Polar, pues le permite acceder, a través del crédito, a un nivel de vida que de otra manera sería muy difícil de alcanzar. Es en este contexto que la Polar se ha esforzado por ofrecer servicios adicionales, altamente valorados por sus cliente, que contribuyen a mejorar su calidad de vida y a aumentar su fidelidad con la compañía.



Figura N° 10: Mapa de Tiendas



Fuente: Memoria 2004

Durante el 2004, La Polar abrió 4 nuevas tiendas ubicadas en La Florida, Antofagasta, Iquique y Gran Avenida, totalizando 14 tiendas en Santiago y 10 en Regiones. También se dio inicio a un plan de remodelaciones de tiendas que incluyó Ahumada, Alameda y Talca. Asimismo se desarrollaron proyectos que permitieron renovar completamente las áreas de perfumería, calzado y juguetería.

El 2004 fue un buen año para La Polar, con un crecimiento en los ingresos que alcanzó el 28,6%, y un aumento en la participación de mercado que la consolidó como la cuarta tienda por departamento en la competitiva industria del país.

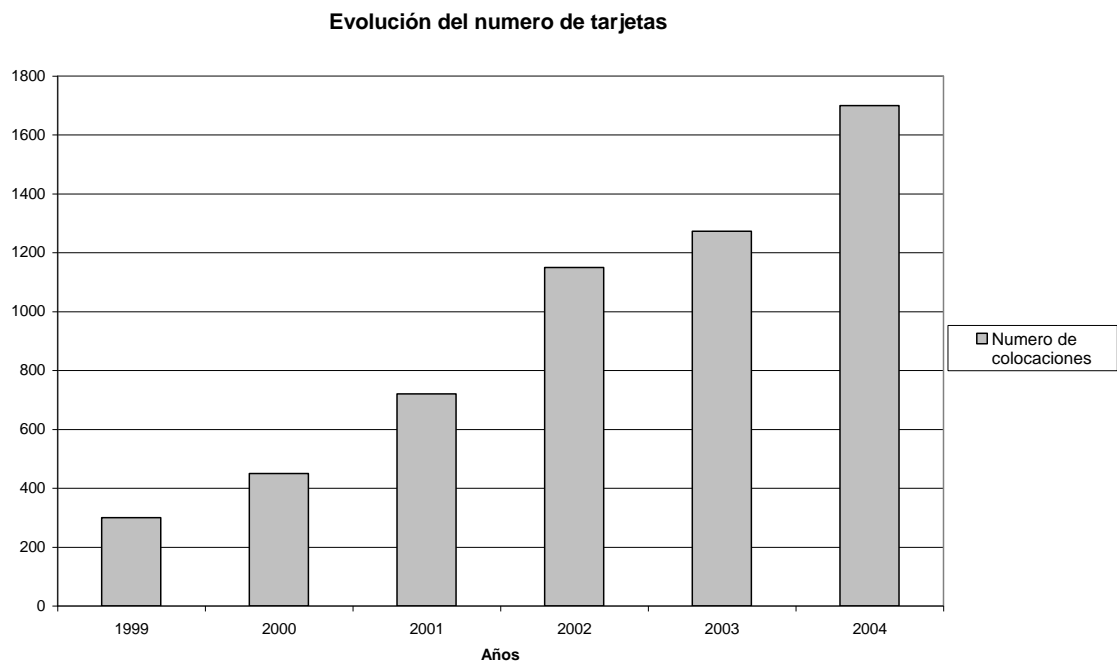
## 2.4 Negocio Financiero

Uno de los puntos importantes para el éxito de La Polar es el negocio financiero, que da la posibilidad de otorgar, en forma fácil y expedita, créditos a sus clientes. Esta se realiza a través de la Tarjeta Dorada. La compañía en este momento, se encuentra avocada a

aumentar el valor a la tarjeta, mediante la incorporación de nuevos servicios tales como Seguros de Vida, obtener créditos en Tratamientos Dentales, entre otros servicios.

Actualmente, alrededor de 75% de las ventas se realizan a crédito a través de la Tarjeta Dorada. El monto promedio de los clientes no supera los \$104.000, elevándose el plazo promedio a 6,9 meses.

**Figura N° 11:**



Fuente: La Compañía

Como se puede concluir en este grafico, ha habido un incremento considerable en los últimos 5 años en las colocaciones de tarjetas de crédito, en concreto de un promedio anual de 42.79 %.

### III ANALISIS FINANCIERO

En este punto se analizará con profundidad la evolución y el desempeño financiero que ha tenido la empresa en el período comprendido entre diciembre de 1999 y diciembre de 2004, cuyos datos fueron extraídos de la Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU), de las memorias anuales publicadas por la empresa para los accionistas e información entregada en forma directa por los ejecutivos de la empresa.

#### 3.1 Análisis de partidas de Balance

A continuación mostraremos el comportamiento de las partidas de los balances entre los años 1999 y 2004.

Cuadro N° 3

Balance Consolidado						
MM\$ (Millones de Pesos)	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04
<b>Activos</b>						
Activo Circulante	26.332	36.354	48.713	51.811	80.167	104.191
Activo Fijo	15.991	17.044	17.593	18.278	20.243	27.045
Otros Activos	8.484	9.358	8.574	16.646	18.476	28.979
<b>Total Activos</b>	<b>50.807</b>	<b>62.755</b>	<b>74.880</b>	<b>86.735</b>	<b>118.886</b>	<b>160.215</b>
<b>Pasivos</b>						
Pasivo Circulante	18.267	27.443	35.599	45.213	43.825	60.440
Pasivo Largo Plazo	19.252	17.751	14.814	11.904	16.126	28.082
Interés Minoritario	0	2	7	8	58	137
<b>Patrimonio</b>	<b>13.287</b>	<b>17.559</b>	<b>24.461</b>	<b>29.610</b>	<b>58.877</b>	<b>71.556</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>50.807</b>	<b>62.755</b>	<b>74.880</b>	<b>86.735</b>	<b>118.886</b>	<b>160.215</b>

Fuente: F.E.C.U.

De la anterior tabla podemos deducir lo siguiente:

- Hubo un incremento de los activos circulantes debido principalmente a un crecimiento sostenido en las existencias y de las cuentas de deudores por venta. Esto

último producto de una estrategia administrativa adecuada, que motivo el aumento en el volumen de ventas, lo que se tradujo en el alza del número de tarjetas de crédito (Tarjeta Dorada). Además, se ve un alza aún mayor de los activos circulantes entre el periodo 2002 – 2004, el cual se explica por el aumento de capital efectuado en septiembre de 2003.

- Los activos fijos han ido aumentando a lo largo de este período, debido a la adquisición y apertura de nuevas tiendas, y ampliaciones en las ya existentes.
- En relación a las partidas de pasivo circulante, podemos explicar el aumento sostenido de éstas, debido al crecimiento presentado por los documentos y cuentas por pagar a proveedores, como consecuencia del incremento mostrado por las ventas.
- Durante los 4 primeros años del período, los pasivos de largo plazo disminuyeron continuamente, explicado por la reducción de las obligaciones con bancos e instituciones financieras, y por documentos por pagar a largo plazo. Los 2 últimos años han experimentado un crecimiento de esta partida, producto de una reestructuración de las obligaciones bancarias del corto al largo plazo.
- Finalmente, en lo que se refiere al patrimonio, vemos un aumento sostenido de éste, producto del incremento en las utilidades de la empresa, y por el aumento de capital realizado en el año 2003, con la colocación de 41.329.093 acciones.

**Cuadro N° 4**

<b>Balance Consolidado en %</b>						
MM\$ (Millones de pesos)	<b>Dic-99</b>	<b>Dic-00</b>	<b>Dic-01</b>	<b>Dic-02</b>	<b>Dic-03</b>	<b>Dic-04</b>
<b>Activos</b>						
Activo Circulante	52%	58%	65%	60%	67%	65%
Activo Fijo	31%	27%	23%	21%	17%	17%
Otros Activos	17%	15%	11%	19%	16%	18%
<b>Total Activos</b>	<b>50.807</b>	<b>62.755</b>	<b>74.880</b>	<b>86.735</b>	<b>118.886</b>	<b>160.215</b>
<b>Pasivos</b>						
Pasivo Circulante	36%	44%	48%	52%	37%	38%
Pasivo Largo Plazo	38%	28%	20%	14%	14%	18%
Interés Minoritario	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Patrimonio</b>	<b>26%</b>	<b>28%</b>	<b>33%</b>	<b>34%</b>	<b>50%</b>	<b>45%</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>50.807</b>	<b>62.755</b>	<b>74.880</b>	<b>86.735</b>	<b>118.886</b>	<b>160.215</b>

Fuente: F.E.C.U

En relación al cuadro anterior, se puede determinar lo siguiente:

- De la composición porcentual de los activos totales se puede notar lo siguiente: Los activos circulantes han tenido un aumento dentro de la participación total. Por otra parte, vemos que la proporción de activos fijos ha declinado durante el período.
- De la composición porcentual de los pasivos totales y patrimonio podemos decir lo siguientes: La proporción de pasivos circulantes ha tenido un comportamiento ascendente hasta el año 2003, luego se ha visto una declinación, producto al gran aumento proporcional del patrimonio. También podemos observar una disminución del porcentaje de los pasivos de largo plazo en el período.

### **3.2 Estado de Resultados**

En el siguiente cuadro, mostraremos el desarrollo entre los años 1999 y 2004 de los Estados de Resultados de la empresa.

Cuadro N° 5

Estado de Resultado												
MM\$ (Millones de Pesos)							Como % de los Ingresos					
	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04
Ingresos de Explotación	49.991	76.530	91.285	115.661	137.066	180.807						
Costos de Explotación	-30.461	-49.094	-56.768	-71.122	-83.064	-111.112	60,9%	64,2%	62,2%	61,5%	60,6%	61,5%
Margen de Explotación	19.530	27.436	34.517	44.539	54.002	69.695	39,1%	35,8%	37,8%	38,5%	39,4%	38,5%
Gasto de Adm. y Ventas	-17.216	-22.797	-27.398	-34.947	-41.566	-50.386	34,4%	29,8%	30,0%	30,2%	30,3%	27,9%
Resultado Operacional	2.314	4.639	7.119	9.592	12.436	19.309	4,6%	6,1%	7,8%	8,3%	9,1%	10,7%
Resultado no Operacional	-1.580	-2.444	-2.905	-3.106	-4.029	-5.525	3,2%	3,2%	3,2%	2,7%	2,9%	3,1%
Utilidad del Ejercicio	467	2.086	3.489	5.141	8.407	13.784	0,9%	2,7%	3,8%	4,4%	6,1%	7,6%

Fuente: F.E.C.U.

- Ingresos de Explotación: Claramente el crecimiento promedio de 30% anual entre el 1999 y 2004, se explica por la fructífera gestión realizada por Southern Cross Group, al formar un equipo multidisciplinado de trabajo, el cual por medio de un cambio estratégico de negocio (enfocada en el segmento C2, C3, D), dio paso a una expansión a nivel nacional (construcción de nuevos locales, mix adecuado de productos, aumento de colocaciones de tarjetas de crédito, etc.) que hizo aumentar la participación de mercado de la empresa, situándola en el cuarto lugar dentro de las tiendas por departamento.
- Costos de Explotación: Observamos que el crecimiento de los costos es directamente proporcional al que tuvieron los ingresos de explotación, lo que se tradujo en una proporción constante del porcentaje de éstos (en promedio 62% anual). Esto demuestra la clara optimización del uso de las instalaciones, y la adecuada utilización de economías de escala en la empresa.
- Gasto de Administración y Ventas: La reducción porcentual (del orden del 18,9%) de este ítem entre 1999 y 2004, con respecto a los ingresos, es producto principalmente de la exitosa reestructuración a nivel funcional, y al productivo uso de los recursos ya existentes, donde esto último es atribuible al cambio de estrategia de negocio anteriormente mencionado.

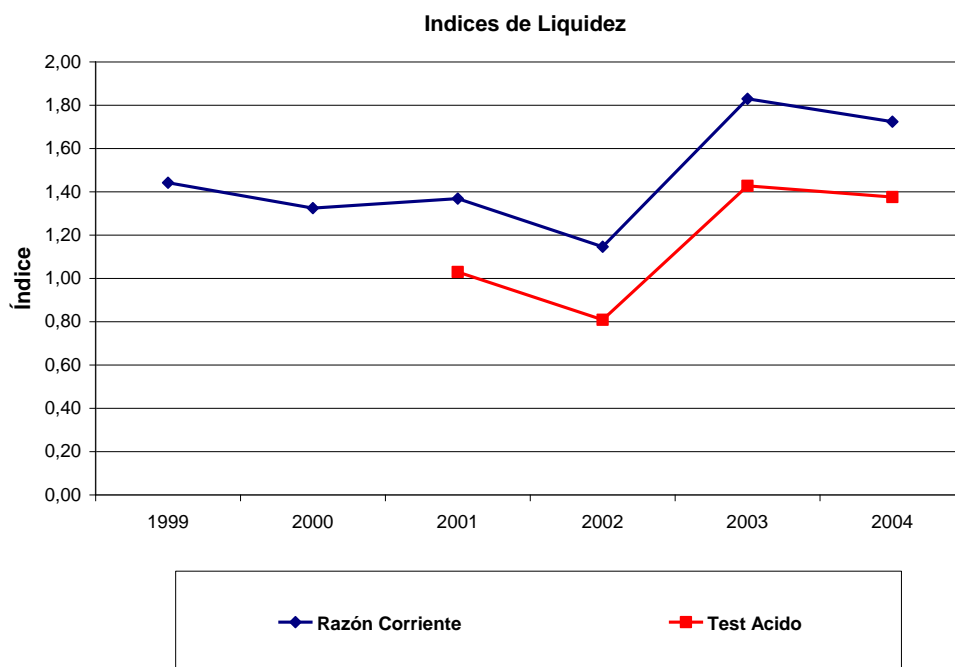
- Resultado Operacional: El crecimiento promedio obtenido en los últimos 6 años por este ítem (en promedio 7,8%) en relación a los ingresos, demuestra el eficiente y sólido desempeño administrativo en áreas estratégicas claves.
- Resultado no Operacional: Ha mantenido la proporción con respecto a los ingresos, y al no tener inversiones en el extranjero, la empresa no se ve expuesta a las diferencias sustanciales de tipo de cambio. Además, cuenta con proyecciones de inflación muy bajas, lo que permite también concluir que no se verá afectada por la corrección monetaria.
- En lo que se refiere a Utilidad del Ejercicio, vemos que La Polar ha ido aumentando tanto el volumen, como el porcentaje que representa de los Ingresos de Explotación.

### 3.3 Ratios Financieros

En este punto analizaremos los indicadores financieros de liquidez y endeudamiento de la empresa.

#### 3.3.1 Liquidez

Figura N° 12



Fuente: Elaboración propia

La Razón Corriente explica la capacidad de pago que tiene la compañía de deuda a corto plazo. Cuanto más alta sea la Razón Corriente (mayor a 1), más solvente será la compañía para responder a sus obligaciones bancarias de corto plazo. Si bien para La Polar este indicador siempre tiene valores mayores a 1, observamos dos tendencias. La primera, entre 1999 y 2002 donde fueron aumentando las obligaciones de corto plazo de la compañía lo que provocó que el índice se acercara a 1 (1.15). La segunda tendencia perteneciente al período entre 2003 y 2004, muestra un fuerte aumento en el índice (cercano a 1.8) producto

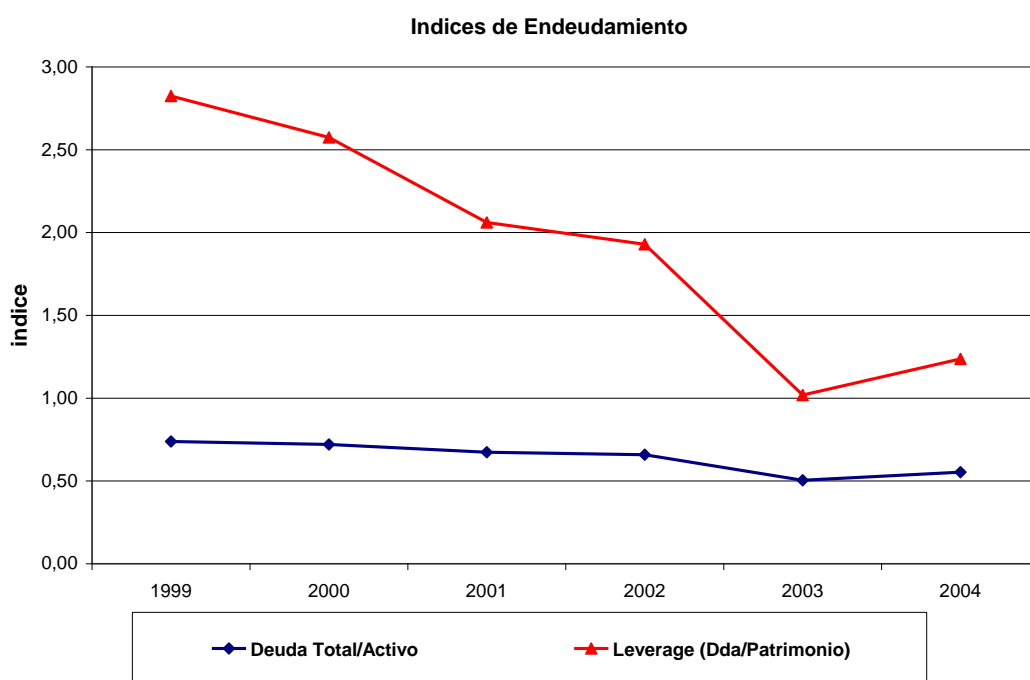


de un traspaso de las obligaciones bancarias del corto al largo plazo, y por el aumento de capital efectuado el año 2003.

El Test Ácido nos muestra lo mismo que la Razón Corriente, pero descontándole el inventario al Activo Circulante, ya que éste podría tardar más tiempo en convertirse en efectivo. Hay que tener en cuenta que el año 2002, el índice calculado estuvo bajo 1, lo que nos dice que la empresa ese año no hubiese sido capaz de cubrir sus obligaciones de corto plazo en forma inmediata.

### 3.3.2 Endeudamiento

Figura N° 13



Fuente: Elaboración propia

Las razones de endeudamiento proporcionan información acerca de la capacidad de la compañía para cubrir sus compromisos de deuda.

Podemos observar que la relación Deuda Total (Total Pasivo Exigible: Pasivo de Corto Plazo + Pasivo de Largo Plazo) sobre Activo Total se ha mantenido relativamente

constante, exceptuando el año 2003 donde hay una baja en el índice explicada principalmente por un aumento de los activos, específicamente del circulante.

La relación Deuda Total (Pasivo Exigible) sobre Patrimonio se comportó en forma decreciente a lo largo de todo el período, producto del aumento en las utilidades. Su nivel más bajo fue el año 2003, acentuado por la colocación de acciones efectuada por la empresa a mediados de ese mismo año.

### 3.4 Comparación con la competencia relevante

En los gráficos expuestos a continuación compararemos la evolución entre el 2000 y 2004 de los principales índices de Liquidez, Endeudamiento, Retornos, Márgenes y Ratios de mercado entre La Polar, Falabella y Almacenes Paris (competidores de la industria para los cuales la información financiera esta disponible).

#### 3.4.1 Comparación de Liquidez

Figura N° 14

Razon Corriente



Fuente: Elaboración propia

Podemos ver que la evolución del valor del índice para las tres empresas está por arriba de 1, en consecuencia, son lo suficientemente solventes para responder a sus obligaciones de corto plazo. Almacenes Paris es la que cuenta con la mayor capacidad de pago en cada año, atribuible a una estrategia de bajo nivel de endeudamiento en el corto plazo. Para La Polar, vemos un repunte los últimos dos años. Falabella por su parte, ha mantenido un comportamiento menos fluctuante a lo largo de los años, sin embargo presenta la menor razón corriente.

**Figura N° 15**

**Test Acido**



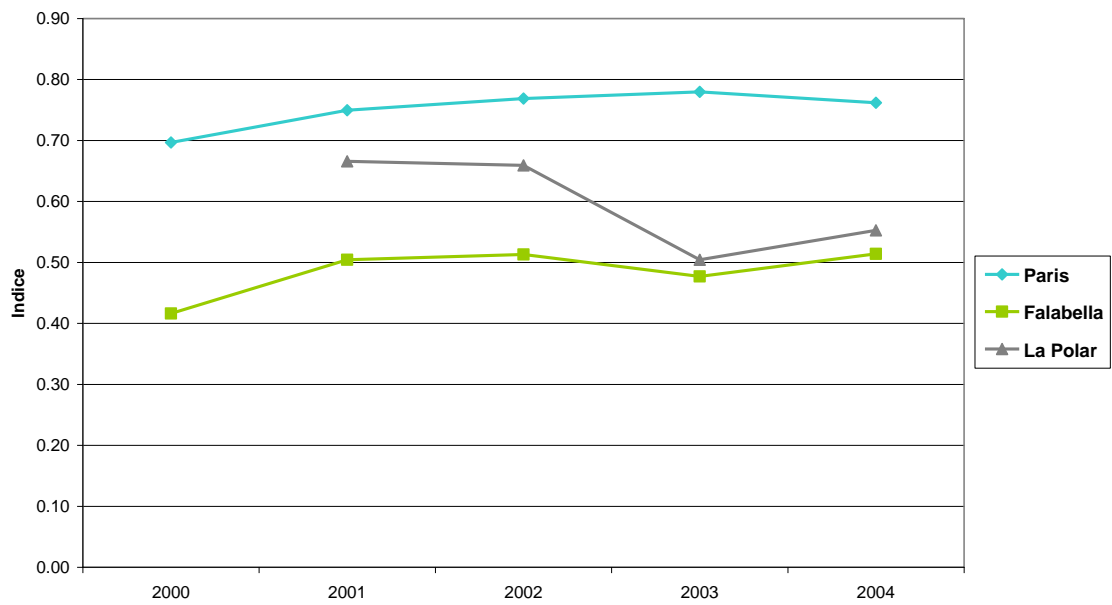
Fuente: Elaboración propia

Este índice muestra un comportamiento evolutivo similar a la Razón Corriente para las tres empresas, destacando dos situaciones. Primero, al ocupar el Test Ácido disminuye la brecha existente entre Paris y La Polar. Segundo, este Test aumenta, especialmente en el año 2004, la brecha entre La Polar y Falabella, en comparación con la razón corriente.

### 3.4.2 Comparación de Endeudamiento

Figura N° 16

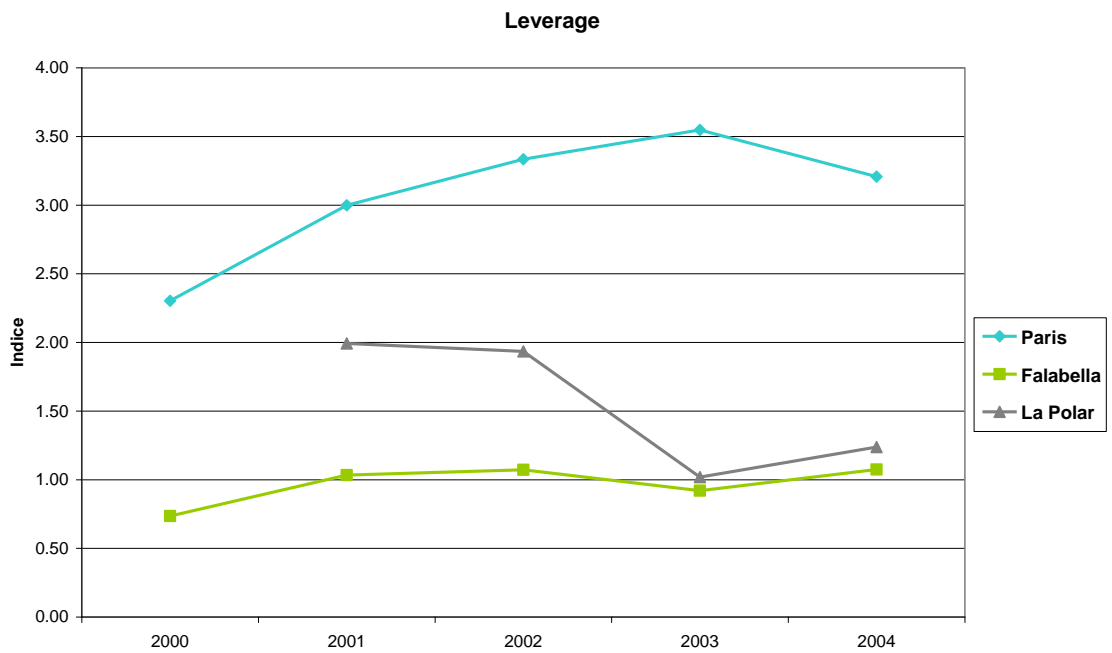
Deuda Total/ Activo



Fuente: Elaboración propia

En términos de endeudamiento, podemos decir que La Polar ha mantenido un índice intermedio en relación a la industria nacional. Destacamos el alto valor que ha alcanzado este índice para Almacenes Paris, a lo largo del período de análisis.

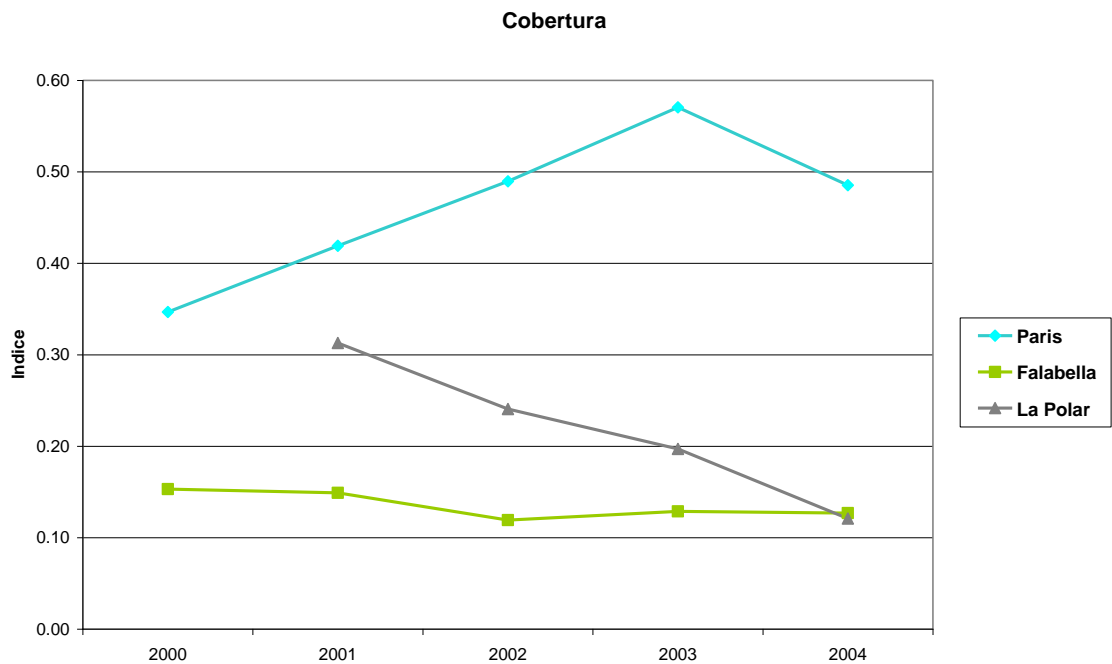
**Figura N° 17**



Fuente: Elaboración propia

Podemos ver que el índice de Almacenes Paris, a lo largo del período, ha sido sustancialmente mayor al de las otras empresas. Para La Polar, tenemos que los primeros años tuvo un leverage intermedio dentro de la industria, el cual posteriormente descendió acercándose a los niveles de Falabella el año 2003, producto de su ingreso a la bolsa.

**Figura N° 18**

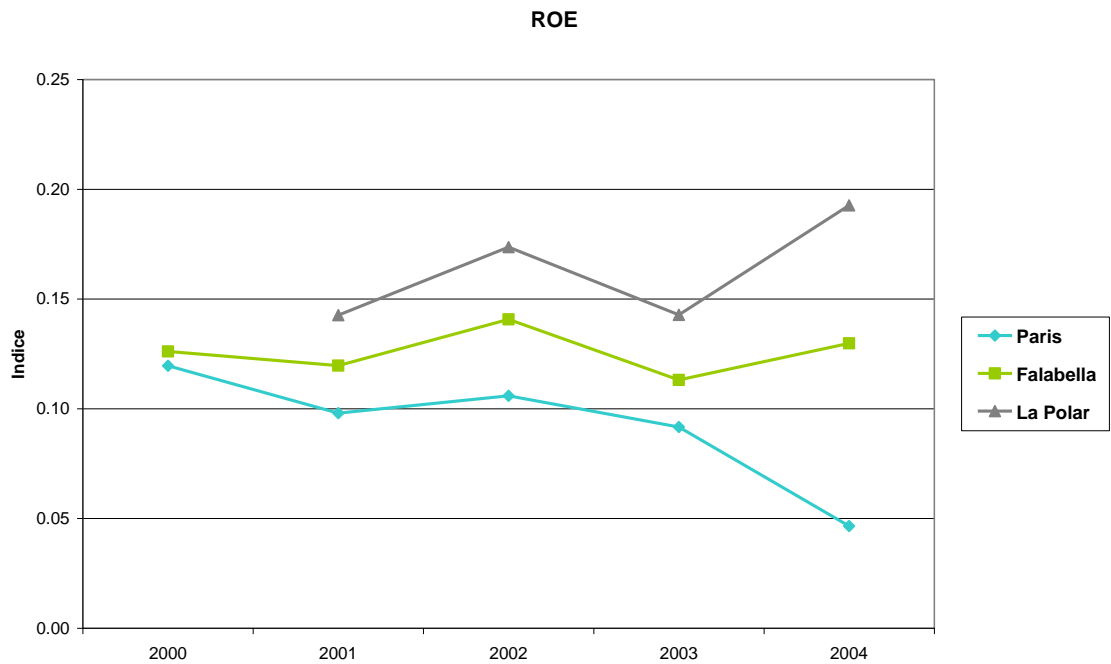


Fuente: Elaboración propia

Esta razón de cobertura ( $\text{Gastos Financieros/Resultado Operacional}$ ) pone en relieve la capacidad de la empresa para cubrir los Gastos Financieros a partir del Resultado Operacional. Estos gastos son un obstáculo que la empresa debe superar si desea evitar la posibilidad de incurrir en incumplimientos. En nuestro caso, destacamos a Almacenes Paris como la empresa que tiene los índices más altos. La Polar ha ido disminuyendo a lo largo de los períodos, alcanzando los niveles más bajos de la industria el año 2004. Falabella en cambio, ha tenido un índice constante durante el período estudiado. Estos resultados se ven corroborados con el nivel de endeudamiento correspondiente a cada una de las empresas.

### 3.4.3 Comparación de Retornos

Figura N° 19

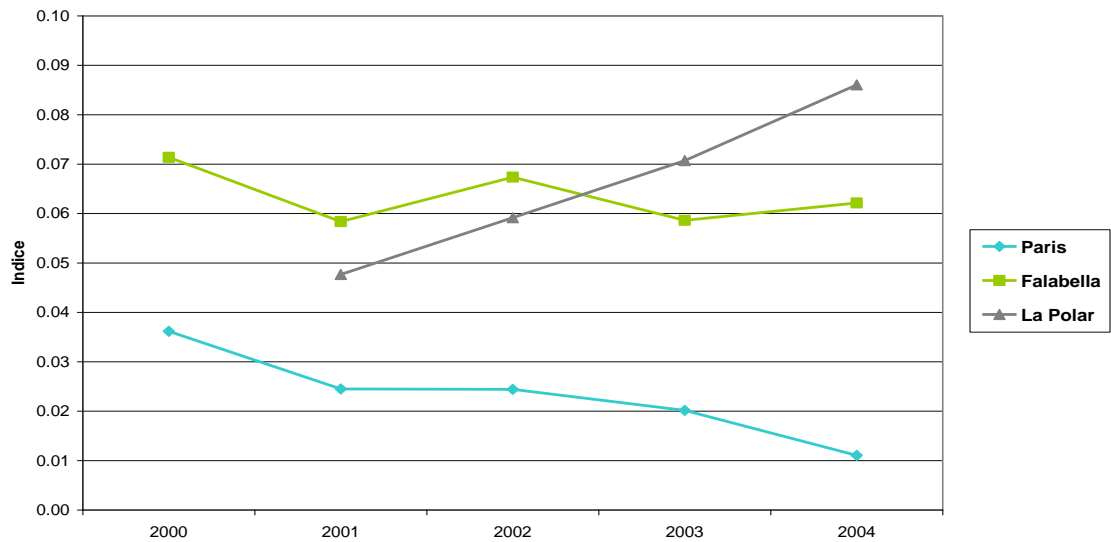


Fuente: Elaboración propia

El Retorno sobre el Patrimonio (ROE, Utilidad Neta/Patrimonio), mide el retorno obtenido por cada peso que los inversionistas o dueños del capital han invertido en la empresa. Los mayores índices a lo largo del tiempo los tiene La Polar. Luego viene Falabella, que se comporta de una manera muy similar a La Polar. Para el caso de Almacenes Paris, el índice ha ido decayendo a lo largo del período, llegando a su punto más bajo el año 2004, producto de la disminución de las utilidades con respecto al período anterior.

**Figura N° 20**

**ROA**



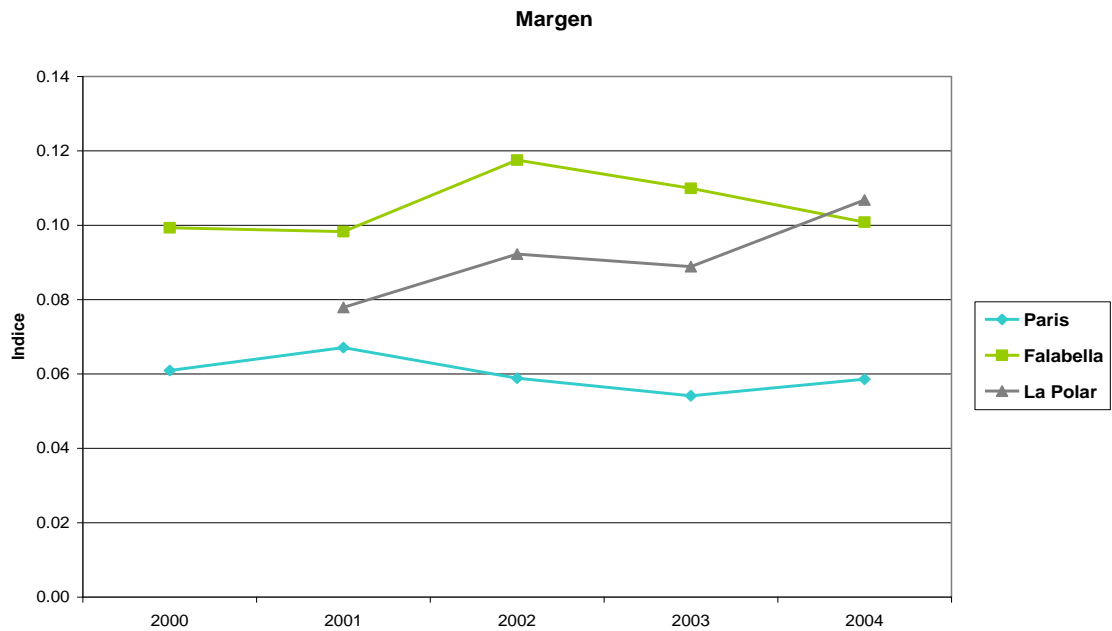
Fuente: Elaboración propia

El Retorno sobre los Activos (Resultado Operacional/Activo Total), mide el retorno obtenido por cada peso invertido en activos. El índice mas bajo lo tiene Almacenes Paris, el cual ha ido decreciendo a lo largo del período. En el caso de Falabella, sus utilidades han ido creciendo a lo largo del periodo, por lo que los cambios en el índice se deben a aumentos en sus activos. Claramente la empresa que se ha comportado más rentablemente es La Polar, con un crecimiento sostenido en este índice durante todos los años analizados. Esto se debe a que las inversiones realizadas en activos de la empresa han provocado un aumento en las utilidades operacionales de ésta.



### 3.4.4 Comparación de Márgenes

Figura N° 21



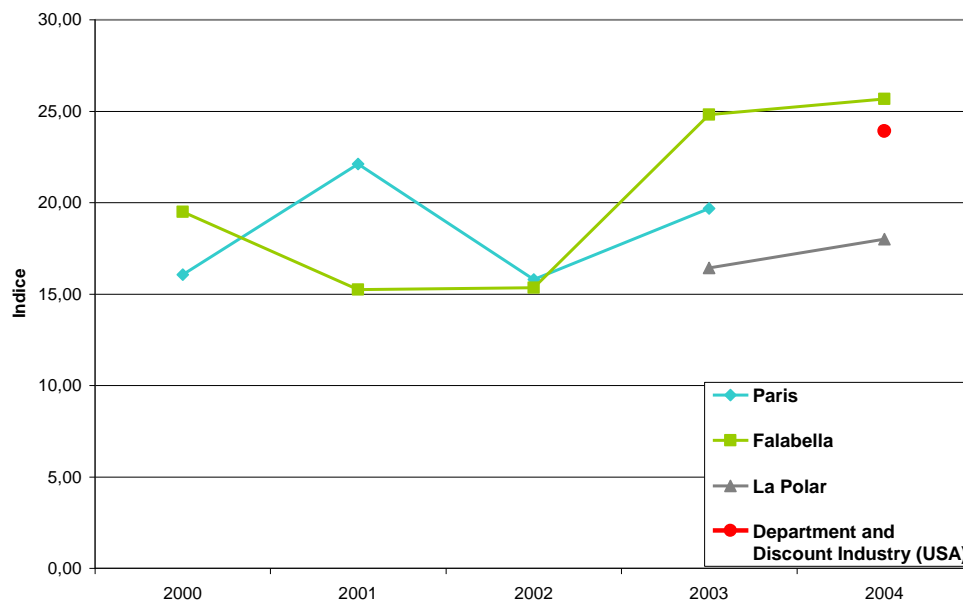
Fuente: Elaboración propia

Los márgenes expresan el resultado operacional como porcentaje de los ingresos de explotación. En el período analizado vemos que Falabella siempre fue líder en este índice, sólo superado por La Polar el año 2004. Esta última fue aumentando sus márgenes de manera constante. Almacenes Paris es la empresa con los márgenes más bajos en relación a la competencia relevante.

### 3.4.5 Comparación de Valores de Mercado

Figura N° 22

Price to Earning



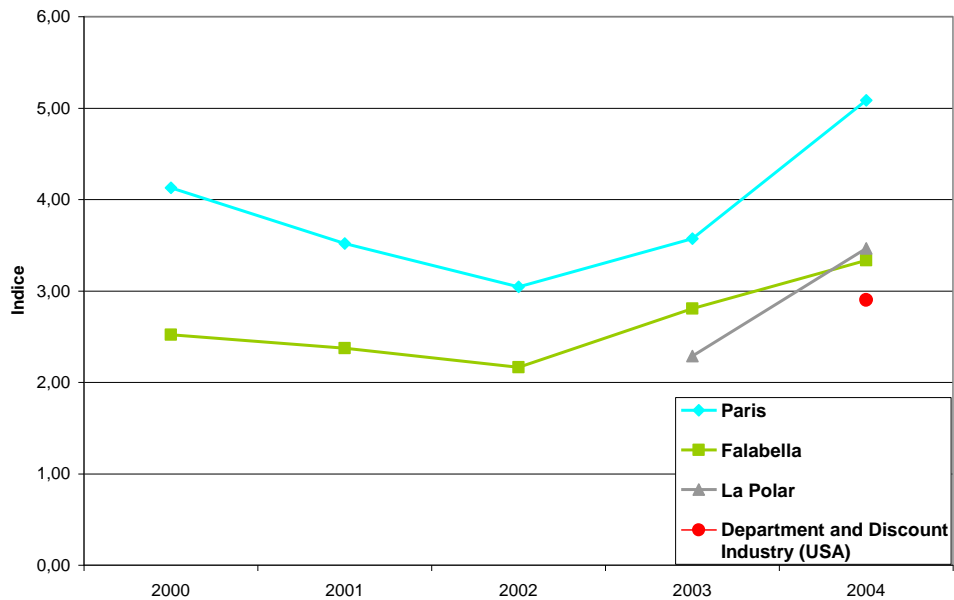
Fuente: Elaboración propia

La razón Precio Utilidad, es uno de los índices más usados para comparar el precio de mercado con la utilidad de la empresa. Está razón muestra la cantidad en pesos que los inversionistas pagaran por un peso de utilidades actuales. Se calcula dividiendo el precio de la acción por la respectiva utilidad por acción. El gráfico muestra la evolución de este índice para cada una de las empresas. Para el caso de Almacenes Paris, omitimos los datos del año 2004, debido a que su utilidad fue muy baja, lo que significó que disminuyera la utilidad por acción, y distorsionaba el gráfico. Además el precio de cierre de ese año se vio influenciado por la OPA que lanzo Cencosud, para comprar esta empresa, y por ende su precio estaba sobrevalorado. La Polar muestra los índices mas bajos de la industria, lo que significa que su utilidad por acción es la mayor (66,7 para La Polar, 52,5 para Falabella y 0,16 para Almacenes Paris en 2004).

El punto rojo en el gráfico, muestra el índice precio-utilidad de la industria de tiendas por departamentos (Department & Discount) en Estados Unidos.

**Figura N° 23**

**Price to Book**



Fuente: Elaboración propia

Esta razón muestra el número de veces que es superior el valor de mercado comparado con el valor en libros por acción y, se compara con el promedio de la industria para ver si estamos arriba o abajo. El gráfico muestra una clara ventaja en este índice por parte de Almacenes Paris. La Polar, desde su ingreso a la bolsa el año 2003, pasó a ubicarse en el segundo lugar de la industria. Tenemos que tener en cuenta que el precio de cierre de Almacenes Paris esta sobrevalorado (explicado anteriormente). El punto rojo en el grafico, muestra el índice Price to Book de la industria de tiendas por departamentos (Department & Discount) en Estados Unidos.

## IV PROYECCIÓN

En este punto analizaremos el comportamiento del flujo de efectivo futuro esperado de la empresa. Para esto utilizaremos la información histórica de la empresa entre los años 1999 y 2004, la cual fue extraída de las Fichas Estadísticas Codificadas Uniformes (FECUs) y de las memorias anuales publicadas por la empresa.

La proyección se realizará para el período comprendido entre los años 2005 y 2009, con información tanto de la empresa como de la actividad económica nacional e internacional. El objetivo es utilizar toda la información disponible y relevante del mercado, para obtener un precio de la acción lo más exacto posible.

### 4.1 Valoración

El valor de la empresa se calculará utilizando el valor actual del flujo de caja proyectado, más el valor de continuidad estimado al año 2010, usando como tasa de descuento la tasa de costo de capital promedio ponderado (Kwacc). Por lo que el valor del negocio para la empresa sin deuda es el siguiente:

$$\text{Valor Emp. S/D} = \sum_{t=1}^n \text{Flujo de Caja}_t / (1+\text{Kwacc})^t + \text{Valor de Continuidad} / (1+\text{Kwacc})^n \quad (1)$$

Con n = 1, 2, 3, 4, 5, 6

#### 4.1.1 Flujo de Caja Libre

El Flujo de Caja Libre (para una empresa sin deuda) se obtuvo a través de la proyección de las siguientes partidas de ingresos y egresos:

- (+) Ingresos por Ventas
- (-) Costos de Explotación
- (-) Gastos de Administración y Venta
- (-) Depreciación

- (-) Amortización Activo Intangible
- (=) **Resultado Operacional**
- (+/-) Corrección Monetaria
- (=) **Utilidad antes de Impuestos**
- (-) Impuestos
- (=) **Utilidad Neta**
- (+) Depreciación
- (+) Amortización Activo Intangible
- (+/-) Corrección Monetaria
- (-) Inversión Activo Fijo
- (-) Inversión en Capital de Trabajo
- (=) **Flujo de Caja Libre (Para una empresa sin deuda)**

#### 4.1.2 Análisis de los Flujos

- Ingresos por Ventas o Ingreso de Explotación

Los ingresos por ventas fueron proyectados en base al crecimiento histórico de estos durante los últimos 6 años empresa. No se utilizó datos anteriores a 1999, ya que para dicho período, ya que, no se cuenta con información disponible, debido a que la empresa estaba constituida como Sociedad Anónima Cerrada.

El crecimiento promedio fue de un 29,9%, pero este resultado se ve afectado por el gran crecimiento que tuvo la empresa el año 2000 (53%), así que para evitar sesgos, calculamos el promedio histórico entre el año 2001 y el 2004. Éste nos arrojó una tasa de 24,1%, la cual creemos se mantendrá a futuro debido a la política de inversión presente en la compañía, reflejada en la construcción de nuevas tiendas (tres por año), en la internacionalización en países de la región, y en la explotación de nuevas unidades de negocios (ingreso a la industria Bancaria en el año 2006). Junto con las positivas condiciones macroeconómicas esperadas para el país.

**Cuadro N° 6: Variación de los Ingresos por Venta**

MM\$ (Millones de Pesos)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Promedio
Ingresos por Venta	49.991	76.530	91.285	115.661	137.066	180.807	
Variación %		53,09%	19,28%	26,70%	18,51%	31,91%	<b>29,90%</b>

**Cuadro N° 7: Proyección Ingresos por Venta**

Proyección	Tasa Crecimiento Ingresos 24,1%				
MM\$ (Millones de Pesos)	2005	2006	2007	2008	2009
Ingresos por Venta	224.201	278.009	344.731	427.466	530.058

- Costos de Explotación

Estos fueron proyectados en base a los márgenes (Costos de Explotación/Ingresos por Ventas) históricos de la empresa. Los cuales se mantuvieron relativamente constantes en los últimos 6 años, obteniendo un margen promedio de 61,8 %. Se asume que estos márgenes se mantendrán en el futuro, es decir, que la empresa operara de acuerdo a su estructura promedio histórica.

**Cuadro N° 8: Márgenes Históricos Costos de Explotación**

MM\$ (Millones de Pesos)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Promedio
Costos de Explotación	-30.461	-49.094	-56.768	-71.122	-83.064	-111.112	
Ingresos por Venta	49.991	76.530	91.285	115.661	137.066	180.807	
Margen	60,93%	64,15%	62,19%	61,49%	60,60%	61,45%	<b>61,80%</b>

**Cuadro N° 9: Proyección Costos de Explotación**

Proyección	Margen Historico 61,8%				
MM\$ (Millones de Pesos)	2005	2006	2007	2008	2009
Costos de Explotación	-138.675	-172.096	-213.572	-265.045	-328.922

- Gastos de Administración y Ventas

Este ítem fue calculado como proporción de los ingresos históricos de la empresa. El promedio histórico fue un 30,4% de los ingresos. Sin embargo, durante los años estudiados

(1999-2004) ha ido descendiendo, llegando a su nivel más bajo el año 2004, con un 27,9% de los ingresos. Por esta razón, calculamos un promedio de los dos últimos años, un 29%, el cual utilizaremos como proporción de los ingresos para proyectar este ítem.

**Cuadro N° 10: Márgenes Gastos de Adm. y Venta Históricos**

MM\$ (Millones de Pesos)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Promedio
Gastos de Adm. y Venta	-17.216	-22.797	-27.398	-34.947	-41.566	-50.386	
Ingresos por Venta	49.991	76.530	91.285	115.661	137.066	180.807	
Margen	34,44%	29,79%	30,01%	30,22%	30,33%	27,87%	30,44%

**Cuadro N° 11: Proyección Gastos de Adm. y Venta**

Proyección	Proporción de los Ingresos Por promedio ultimos 2 años 29%				
MM\$ (Millones de Pesos)	2005	2006	2007	2008	2009
Gastos de Adm. y Venta	-65.071	-80.753	-100.215	-124.368	-154.341

- Depreciación

La estimación se realizó en base al comportamiento histórico que ha presentado la depreciación entre 2001 y 2004. Se utilizó una tasa de crecimiento del 30% (2002), ya que en los años posteriores la información esta sesgada, producto de la apertura a la bolsa de la compañía. Ésta se pondero por el promedio histórico de la depreciación para iniciar la proyección.

**Cuadro N° 12: Depreciación Histórica**

MM\$ (Millones de Pesos)	2001	2002	2003	2004	Promedio
Depreciación	-5.696	-7.412	-11.223	-15.110	-9.860
Crecimiento		30%	51%	35%	39%

**Cuadro N° 13: Proyección Depreciación**

Proyección	Tasa de Crecimiento 30%				
MM\$ (Millones de Pesos)	2005	2006	2007	2008	2009
Proyección Depreciación	-12.831	-16.696	-21.726	-28.271	-36.788

- Amortización Intangibles y Corrección Monetaria

Estos ítems serán simulados mediante la utilización de una distribución uniforme con valores máximos y mínimos históricos, debido a la alta variabilidad que presentan sus valores.

- Inversión en Activo Fijo

La proyección de activo se realizó utilizando el promedio de los crecimientos históricos cuyo valor fue 16%. La inversión en Activo Fijo se calculó restando los valores del activo fijo con su año anterior.

En las siguientes tablas, mostraremos este cálculo.

**Cuadro N° 14: Activos Fijos Históricos**

MM\$ (Millones de Pesos)	2001	2002	2003	2004	Promedio
<b>Activos Fijos</b>	17.593	18.278	20.243	27.045	<b>20.790</b>
<b>Crecimiento</b>		4%	11%	34%	<b>16%</b>

**Cuadro N° 15: Proyección Activos Fijos**

Proyección	Tasa de Crecimiento 16%				
	2005	2006	2007	2008	2009
MM\$ (Millones de pesos)					
<b>Proyección Activo Fijo</b>	31.394	36.443	42.304	49.107	57.005
<b>Inversión</b>	4.349	5.049	5.861	6.803	7.897

- Inversión en Capital de Trabajo

El capital de trabajo está formado por los activos circulantes menos los pasivos circulantes. El cálculo comienza con la estimación del capital de trabajo para el período 1999 – 2004, luego se obtiene la razón entre capital de trabajo e ingresos por ventas para cada año, para posteriormente calcular el promedio histórico de estas razones, un 16,43%. Finalmente se aplicó la proporción promedio histórica (16,43%) sobre la variación anual de los ingresos por venta proyectados. De esta manera, se obtuvo la inversión en capital de trabajo proyectada para cada periodo.



**Cuadro N° 16: Márgenes Capital de trabajo Históricos**

MM\$ (Millones de Pesos)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Promedio
Capital de Trabajo	8.065	8.911	13.114	6.598	36.342	43.751	
Ingresos por Ventas	49.991	76.530	91.285	115.661	137.066	180.807	
Margen	16,13%	11,64%	14,37%	5,70%	26,51%	24,20%	<b>16,43%</b>

**Cuadro N° 17: Proyección Capital de Trabajo**

Proyección	2004	2005	2006	2007	2008	2009
MM\$ (Millones de Pesos)						
Ingresos por Venta	180.807	224.382	278.460	345.570	428.855	532.211
Diferencias Ingresos		43.575	54.077	67.110	83.284	103.356
Inversion Capital de trabajo		7.158	8.883	11.024	13.681	16.978

### 6.1.3 Flujo de Caja Libre Proyectado

**Cuadro N° 18: Flujo de Caja Libre Proyectado**

Flujo de Caja Libre Proyectado						
MM\$ (Millones de Pesos)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ingresos por venta(+)	180.807	224.382	278.460	345.570	428.855	532.211
Costos de explotación(-)	-111.112	-138.675	-172.096	-213.572	-265.045	-328.922
Gastos de Adminis. y Venta(-)	-50.386	-65.071	-80.753	-100.215	-124.368	-154.341
Depreciación (-)	-15.110	-12.831	-16.696	-21.726	-28.271	-36.788
Amortización Intangibles(-)	-33	-20	-28	-23	-25	-28
<b>Resultado Operacional (=)</b>	<b>4.166</b>	<b>7.786</b>	<b>8.887</b>	<b>10.033</b>	<b>11.146</b>	<b>12.133</b>
Corrección Monetaria (+/-)	-842	-393	-821	-392	-709	-271
<b>Utilidad antes de Impuesto(=)</b>	<b>3.324</b>	<b>7.392</b>	<b>8.065</b>	<b>9.641</b>	<b>10.438</b>	<b>11.861</b>
Impuestos(-)	-565	-1.257	-1.371	-1.639	-1.774	-2.016
<b>Utilidad Neta(=)</b>	<b>2.759</b>	<b>6.136</b>	<b>6.694</b>	<b>8.002</b>	<b>8.663</b>	<b>9.845</b>
Depreciación(+)	15.110	12.831	16.696	21.726	28.271	36.788
Amortización Intangible(+)	33	20	28	23	25	28
Corrección Monetaria(+/-)	842	393	821	392	709	271
Inversión (-)	-7.102	-4.349	-5.049	-5.861	-6.803	-7.897
Inversión Capital de Trabajo(-)	-7.409	-7.159	-8.885	-11.026	-13.684	-16.981
<b>Flujo de Caja Libre(=)</b>	<b>4.233</b>	<b>7.871</b>	<b>10.305</b>	<b>13.256</b>	<b>17.181</b>	<b>22.053</b>

## V TASA DE DESCUENTO

### 5.1 Tasa de costo patrimonial

Para estimar el Costo del Patrimonio ( $K_s$ ) se utilizó el Modelo de Valoración de Activos de Capital (CAPM). Éste proporciona una medida del riesgo de un valor individual consistente con la teoría de portfolios de inversión.

$$K_s = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta \quad (2)$$

Este modelo supone la existencia de una relación lineal entre riesgo y retorno, donde el riesgo sistemático es medido por medio del coeficiente beta ( $\beta$ ), y el retorno se refiere a la rentabilidad accionaria del activo.

Esta ecuación nos dice que la rentabilidad exigida sobre el patrimonio de la compañía ( $K_s$ ) está en función de la tasa libre de riesgo ( $R_f$ ), más un premio por riesgo de mercado  $[E(R_m) - R_f]$ , el cual está ajustado por riesgo ( $\beta$ ).

#### 5.1.1 Rentabilidad de Mercado

Para estimar la Rentabilidad de Mercado, se definió como proxy el Índice General de Precios Accionarios (IGPA). Se calculó un promedio de las rentabilidades anuales del IGPA entre los años 1989 y 2004, el cual fue de 20,30%. Este promedio fue ajustado por el IPC de ese período, encontrando una rentabilidad promedio real anual para éste de 12,23%, el cual ocupamos como  $R_m$ . (Anexo 1)

#### 5.1.2 Retorno Libre de Riesgo

El Proxy utilizado para el Activo Libre de Riesgo fue la tasa de los Bonos del Banco Central de Chile en Unidades de Fomento (BCU) a 10 años, debido a que la tasa de éstos es relativamente estable en el tiempo, y corresponde a un horizonte de inversión de largo plazo.

La tasa de interés promedio real anual entre 09/2002 a 05/2005 es 3,61%, la cual utilizamos como ( $R_f$ ). (Anexo 2)

## 5.2 Estimación de Beta de La Polar

El Beta Patrimonial de La Polar se estimó a partir de dos modelos, uno es el Modelo de Regresión Lineal simple conocido como Modelo de Mercado o Beta Factor, y el otro es el Modelo de Empresas de Baja Capitalización. A continuación mostraremos el cálculo para cada uno de ellos.

- Modelo de Mercado o Beta Factor

$$R_{La\ Polar} = \alpha + \beta_{La\ Polar} * R_{IGPA} + \varepsilon \quad (3)$$

El modelo plantea que el retorno del portfolio de mercado es la única variable relevante para explicar la rentabilidad del activo. Donde  $R_{La\ Polar}$  corresponde a una serie de rentabilidades de cierre semanales de la acción de La Polar, que van desde el 17/09/2003 al 03/06/2005;  $\alpha$  corresponde a un término constante;  $R_{IGPA}$  representa una serie de retornos de cierre semanales del Índice General de Precios Accionarios;  $\beta_{La\ Polar}$  corresponde a la estimación del verdadero beta patrimonial de La Polar; y  $\varepsilon$  es un término de error.

Para analizar la robustez de las estimaciones, se requiere que los parámetros cumplan con ciertos requisitos. No existe restricción para los valores que pueda tomar  $\alpha$ , es decir, éste puede ser o no estadísticamente significativo. Sin embargo, el coeficiente beta debe ser estadísticamente significativo al 5%, y el  $R^2$  debe ser mayor a 15%.

**Cuadro N° 19: Estimación de  $\beta$**

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,42
Coefficiente de determinación $R^2$	0,18
$R^2$ ajustado	0,17
Error típico	0,03
Observaciones	89

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t
Intercepción	0,00	0,00	1,54
Variable X 1	<b>0,93</b>	0,21	4,34

- Modelo para Empresas de Baja Capitalización

$$R_{La Polar} = \alpha + \beta_{1 La Polar} * R_{IGPA, t} + \beta_{2 La Polar} * R_{IGPA, t-1} + \varepsilon \quad (4)$$

Se ha demostrado que este tipo de empresas presentan problemas al momento de estimar sus betas a través de los métodos tradicionales, ya que sus retornos accionarios tienden a reaccionar con rezago a los shocks del mercado, produciendo un sesgo a la baja en la estimación del beta.  $R_{La Polar}$  corresponde a una serie de rentabilidades de cierre semanales de la acción de La Polar, que van desde el 17/09/2003 al 03/06/2005;  $\alpha$  corresponde a un término constante;  $R_{IGPA, t}$  representa una serie de retornos de cierre semanales del Índice General de Precios Accionarios;  $R_{IGPA, t-1}$  representa una serie de retornos de cierre semanales del Índice General de Precios Accionarios rezagados en un periodo (t-1).

Se requiere que  $\beta_2$  sea estadísticamente significativo al 10%. De ser así, el beta total de la empresa será la suma de ambos betas ( $\beta_1 + \beta_2$ ). También se requiere que  $\alpha$  sea estadísticamente no significativo. En nuestro caso, sólo es significativo el  $\beta_1$ , por lo que el beta patrimonial considera solamente este último.

**Cuadro N° 20: Estimación de  $\beta$**

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,43
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,18
R <sup>2</sup> ajustado	0,16
Error típico	0,03
Observaciones	88

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t
Intercepción	0,00	0,00	1,47
Variable X 1	<b>0,94</b>	0,22	4,23
Variable X 2	<b>0,07</b>	0,22	0,31

Como el  $\beta_2$  del Modelo de Baja Capitalización es no significativo, éste no nos será útil, y por ende utilizaremos el beta calculado a partir del Modelo de Mercado o Beta Factor.

### 5.3 Cálculo de $K_s$

Una vez obtenido los valores anteriores, procedemos a calcular la tasa de Costo de Capital.

$$K_s = R_f + [E (R_m) - R_f] * \beta \quad (5)$$

$$K_s = 3,61\% + [12,23\% - 3,61\%] * 0,93$$

$$K_s = 11,61\%$$

Este valor representa la rentabilidad exigida a los activos, es decir, la tasa a la que se deberían descontar los nuevos proyectos. Esta tasa es menor que la tasa de mercado, siendo menos sensible a movimientos de éste, ya que, tiene un beta (0,93) menor a 1, que amortigua las variaciones.

### 5.4 Costo de Capital Promedio Ponderado ( $K_{wacc}$ )

La estimación de la tasa de Costo de Capital Promedio Ponderado se hizo en base a la Proposición II del modelo propuesto por F. Modigliani & S. Miller. Esta proposición plantea que el costo de capital de una empresa que financia sus operaciones con una proporción de deuda y de patrimonio, vendrá dado por la suma del costo de la deuda ( $K_b$ ) después de impuestos, ponderada por el peso relativo de la deuda sobre el valor de la empresa ( $B/V$ ), y el costo patrimonial ( $K_s$ ), ponderado por el peso relativo sobre el valor total de la compañía ( $S/V$ ). Este modelo se expresa en la siguiente fórmula:

$$K_{wacc} = K_b * (1-Tc) * (B/V) + K_s * (S/V) \quad (6)$$

#### 5.4.1 Costo de la deuda ( $K_b$ )

Para estimar el Costo de Capital Promedio Ponderado, es necesario contar con una estimación del costo de la deuda. Al momento de estimar éste, se sugiere tomar en cuenta sólo la deuda de largo plazo mantenida por la compañía. La razón por la cual no se sugiere considerar la deuda de corto plazo se debe a que, si la empresa se encuentra bien

administrada financieramente, la deuda de corto plazo se explicaría por los activos circulantes operacionales de la compañía y, en consecuencia, su pago estaría cubierto. En resumen, las cuentas por pagar a proveedores, créditos bancarios de corto plazo, líneas de crédito, se cancelarían al liquidar las cuentas por cobrar, los inventarios y el resto del activo circulante. Para el caso de La Polar, utilizaremos sólo la deuda de largo plazo para calcular la tasa de costo de la deuda, ya que la compañía tiene gran parte de la deuda en el corto plazo, que se cubre con los activos circulantes. Además cuenta con una administración seria y enfocada al crecimiento de largo plazo de la empresa.

Existen varias metodologías para estimar esta tasa, las cuales explicaremos a continuación:

- La primera forma es utilizando la tasa interna de retorno (TIR) de los bonos emitidos por la empresa. La Polar tiene un bono securitizado, que analizado por la consultora Feller Rate, arroja una TIR de 4,75% para el bono de riesgo AA.
- La segunda metodología consiste en calcular un promedio ponderado de las tasas de interés de créditos de largo plazo que la empresa mantiene con las instituciones financieras. Esta información fue sacada de la Ficha Estadística Codificada Uniforme, y nos arrojó una tasa de 5,62%.
- La tercera forma de calcular el costo de la deuda consiste en dividir los gastos financieros por la deuda de largo plazo de la compañía. En nuestro caso, el resultado de este método fue 8,32% para el año 2004. Sin embargo, esta metodología no siempre da resultados coherentes, por lo que se prefiere utilizar las anteriores.

Finalmente, determinamos que la mejor estimación del costo de la deuda fue el obtenido a partir del promedio ponderado de las tasas de interés de créditos de largo plazo, por lo que la tasa a utilizar será 5,62%.

#### 5.4.2 Cálculo del Costo Promedio Ponderado ( $K_{wacc}$ )

Una vez estimado el costo de la deuda, procedemos a calcular el  $K_{wacc}$ . Para esto necesitamos los valores de B (Valor de la Deuda) y S (Valor del Patrimonio), los cuales son los siguientes (Números en Miles):

$$B = \$31.058.090$$

$$S = \$71.556.108$$

$$K_{wacc} = K_b * (1 - T_c) * (B/V) + K_s * (S/V) \quad (7)$$

$$K_{wacc} = 5,62\% * (1 - 17\%) * (30,27\%) + 11,61\% * (69,73\%)$$

$$K_{wacc} = 9,51\%$$

## VI VALOR DE LA EMPRESA

### 6.1 Cálculo del Valor del Patrimonio y Valor de Continuidad

Luego de obtener la proyección de los flujos de efectivo futuros de La Polar para el periodo 2005-2009, y la tasa a la cual los vamos a descontar (tasa de Costo de Capital Promedio Ponderado), podemos calcular el Valor del Patrimonio de ésta. Para esto necesitamos saber cuál es el Valor de Continuidad del proyecto, es decir, el valor actual del flujo neto de todos los períodos posteriores al horizonte explícito (año 2009). El Valor de Continuidad será calculado mediante el método de múltiplos, utilizando el ratio Price to Sales de la Industria de Retail (Department & Discount) Estadounidense (0,78). Este ratio será multiplicado por la proyección de los ingresos por venta del año 2009.

$$\text{Valor de Continuidad} = \text{Price to Sales} * \text{Ingreso por Venta 2009} \quad (8)$$

$$\text{Valor de Continuidad} = 0,78 * 532.211 \text{ (MM \$)}$$

$$\text{Valor de Continuidad} = 415.125 \text{ (MM \$)}$$

Teniendo el Valor de Continuidad podemos calcular el Valor del Patrimonio, utilizando la formula:

$$\text{Valor del Negocio} = \sum_{t=1}^n \text{Flujo de Caja}_t / (1+Kwacc)^t + \text{Valor de Continuidad} / (1+Kwacc)^n - D \quad (9)$$

Con n = 1, 2, 3, 4, 5, 6

**Cuadro N° 21: Cálculo Patrimonio Bursátil**

MM\$ (Millones de Pesos)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Flujo de Caja Libre(=)	7.871	10.305	13.256	17.181	22.053	
Valor de Continuidad						415.125
Flujo de Caja Descontado	7.188	8.593	10.094	11.946	14.002	240.683
Flujo Total	292.506					
Deuda (-)	-31.058					
Valor Presente del Patrimonio	261.448					



Obtenido el Valor Presente del Patrimonio, obtenemos el precio estimado de la acción, dividiendo el valor del patrimonio bursátil (261.448 MM\$) por el número de acciones emitidas por la empresa (206.645.463).

El precio obtenido a partir de las proyecciones, fue de \$ 1.265 por acción.

## VII SENSIBILIZACIÓN

### 7.1 Sensibilización de Monte Carlo

Para realizar la simulación de las variables, utilizamos el programa de sensibilización de Monte Carlo que se obtuvo de la página [www.parisinet.com](http://www.parisinet.com). La simulación de Monte Carlo es una técnica de simulación de escenarios inciertos, que permite definir valores esperados para variables no controlables, a través de una selección aleatoria, donde la probabilidad de escoger entre todos los resultados posibles, está en estricta relación con sus respectivas distribuciones de probabilidades. El método se basa en dos valores descriptivos: La Media y la Varianza. El resultado de esto es obtener probabilidades y valores de sucesos futuros.

La variable a simular (variable de salida) es el precio de la acción. Además, simulando el precio, podemos obtener un rango en el que éste podría fluctuar.

Las variables de entrada fueron las siguientes:

- Crecimiento de los Ingresos por Venta: el porcentaje de crecimiento utilizado en las proyecciones fue 24,1%. A esta variable se le asignó una distribución normal, con una desviación estándar predeterminada del 10% del valor de la media.
- Costos de Explotación: el margen histórico obtenido fue un 61,8% de los ingresos. A esta variable se le asignó una distribución normal, con una desviación estándar predeterminada del 10% del valor de la media.
- Gastos de Administración y Ventas: el porcentaje utilizado para la proyección de este ítem, fue el 29% de los ingresos proyectados. A esta variable se le asignó una distribución normal, con una desviación estándar predeterminada del 10% del valor de la media.

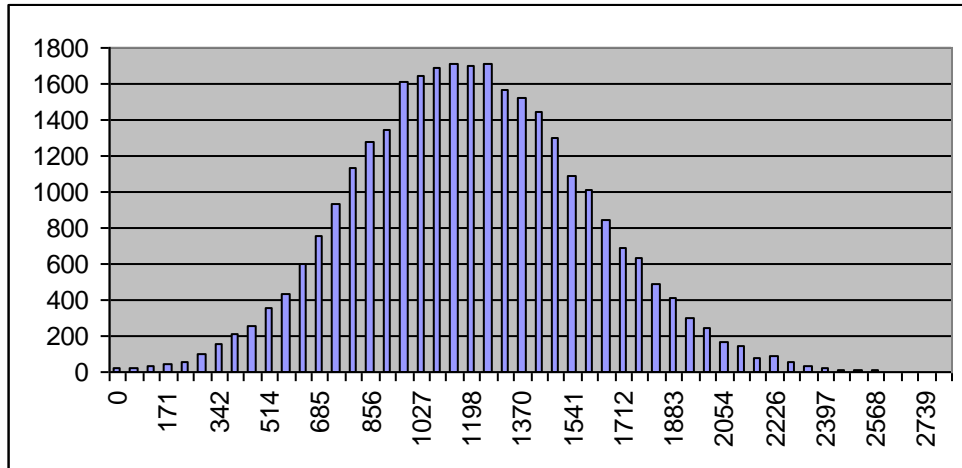
- Depreciación: la proyección de la depreciación fue hecha en base a la tasa de crecimiento del año 2002. A esta variable se le asignó una distribución normal, con una desviación estándar predeterminada del 10% del valor de la media.
- Inversión en Activo Fijo: primero se proyectó el activo fijo, utilizando el promedio de los crecimientos históricos cuyo valor fue 16%. Luego la inversión en este ítem se calculó restando los valores del activo fijo con su año anterior. Se le asignó una distribución normal, con una desviación estándar predeterminada del 10% del valor de la media.
- Inversión en Capital de Trabajo: éste fue proyectado en base al razón promedio histórica que representa de los ingresos. Esta razón fue 16.43% y se le asignó una distribución normal, con una desviación estándar predeterminada del 10% del valor de la media.
- Corrección Monetaria: a este ítem se le asignó una distribución uniforme, con un valor mínimo de -245 MM \$ y un máximo de -842 MM \$.
- Amortización: a este ítem se le asignó una distribución uniforme con un valor mínimo de -20 MM \$ y un máximo de -34 MM \$.
- Costo Capital Promedio Ponderado: esta tasa es de 9.51% anual, y le fue asignada una distribución normal, con una desviación estándar predeterminada del 10% del valor de la media.
- Ratio Price To Sales: este ratio es de 0.78, y le fue asignada una distribución normal, con una desviación estándar predeterminada del 10% del valor de la media.

La simulación fue hecha con 30.000 escenarios posibles, y arrojó los siguientes resultados:

**Cuadro N° 22: Resultados Simulación**

<b>Estadísticas Generales</b>	
Número de variables	18
Número de Iteraciones	30.000
<b>Media</b>	<b>1.230,98</b>
Desviación Estandar	393,27
Varianza	154.662,06
Valor Mínimo	0
Valor Máximo	2.853,33
% Negativo	0%

**Figura N° 24: Distribución de los Resultados de la Simulación**



De esta manera, se ha estimado que el precio más probable de las acciones de La Polar sería de \$1.230,98, el cual podría fluctuar entre \$684,8 y \$1712,1, con un nivel de significancia del 10%. Esto refleja el valor mínimo y máximo que podría tener el precio de la acción para una situación desfavorable y favorable respectivamente

## VIII VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

Como complemento a lo desarrollado anteriormente, se realizó un análisis de ratios y una valoración del precio de la acción de la compañía en base al Método de los Múltiplos. Este tipo de valoración por múltiplos consiste en evaluar a la firma tomando como referencia los múltiplos de la competencia, aplicando éstos a la empresa en cuestión para determinar cómo sería su precio accionario si la compañía presentara las mismas razones financieras de sus competidoras, cosa que debería tender a cumplirse en el largo plazo. De esta forma, el análisis provee de información para determinar si el precio de la acción está sobre o subvaluado, si hay exceso de acciones en el mercado, si la acción es especulativa, etcétera.

En la valoración se consideró a los principales competidores de La Polar –Falabella y Almacenes Paris–, a los cuales se les calcularon distintos indicadores financieros, tomándo como base las FECU al 31 de diciembre de 2004.

**Cuadro N° 23: Ratios de Mercado**

<b>Ratios</b>	<b>La Polar</b>	<b>Paris</b>	<b>Falabella</b>
<b>P/S</b>	1,37	1,03	2,00
<b>P/EBIT</b>	14,86	89,33	22,27
<b>P/E</b>	17,99	109,21	25,67
<b>Price to Book</b>	3,47	5,08	3,33

Este cuadro muestra algunos de los ratios más relevantes para la industria. Notamos que los ratios de Almacenes Paris se vieron afectados por las bajas utilidades obtenidas durante el año 2004, y por las especulaciones en el precio de su acción generadas por la OPA lanzada por Cencosud a finales de ese mismo año.

**Cuadro N° 24: Valoración por Múltiplos**

<b>Valor de la Acción de La Polar</b>		
<b>Ratios</b>	<b>Valor en función de Paris</b>	<b>Valor en función de Falabella</b>
<b>P/S</b>	904,00	1753,80
<b>P/EBIT</b>	7216,05	1798,93
<b>P/E</b>	7284,40	1712,40
<b>Price to Book</b>	1760,04	1154,04

Debido a lo explicado con anterioridad, los valores de la acción de La Polar en función de los múltiplos de Almacenes Paris fueron inconsistentes con nuestro análisis. Por esta razón, nos centraremos en los ratios de Falabella, considerando que ésta es una compañía que ya ha alcanzado cierta madurez en el mercado, lo que proporciona una relativa solidez y estabilidad a sus resultados.

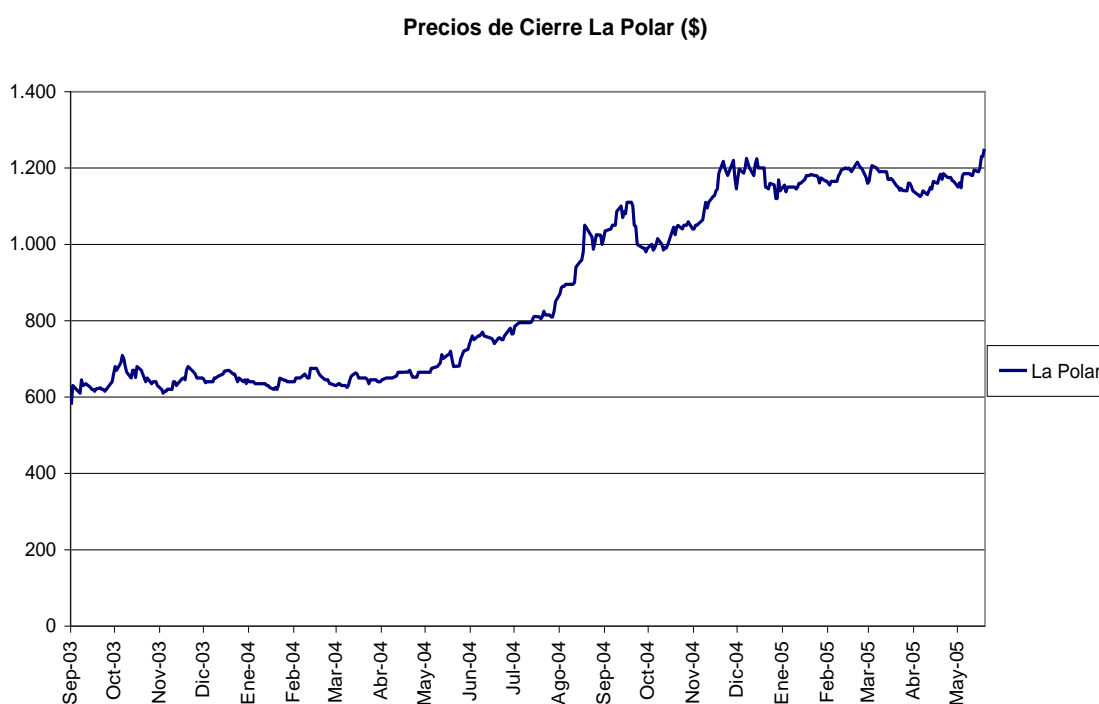
De esta manera, los valores obtenidos para el precio accionario de La Polar reflejarían el valor que éste alcanzaría si la empresa aproximara su eficiencia al nivel de la competencia, en decir, al de Falabella. Cabe destacar que los valores estimados se acercan a la cota máxima del intervalo de confianza en la simulación realizada anteriormente.

## VIII CONCLUSIONES

Desde la compra de La Polar por parte de Southern Cross en el año 1999, la compañía ha cambiado su forma de ver el negocio de las tiendas por departamentos, enfocándose principalmente en un nicho no explotado (segmento C2C3D), entregándole el mejor servicio y la mayor gama de productos posibles. A esto se le suma el excelente grupo humano que se ha formado para la administración de esta, siendo reconocidos por todos los participantes del mercado como los artífices del repunte de La Polar.

El ingreso de la compañía a la Bolsa en Septiembre de 2003, dio una excelente señal a los inversionistas, que no dudaron en invertir en esta, y hasta el mes de Junio de 2005, habían duplicado el precio de la acción. En el siguiente grafico, se muestra la evolución del precio de la acción de La Polar, con datos de cierre diarios desde el día de su ingreso a la bolsa el 16 de Septiembre de 2003 hasta el 3 de Junio de 2005.

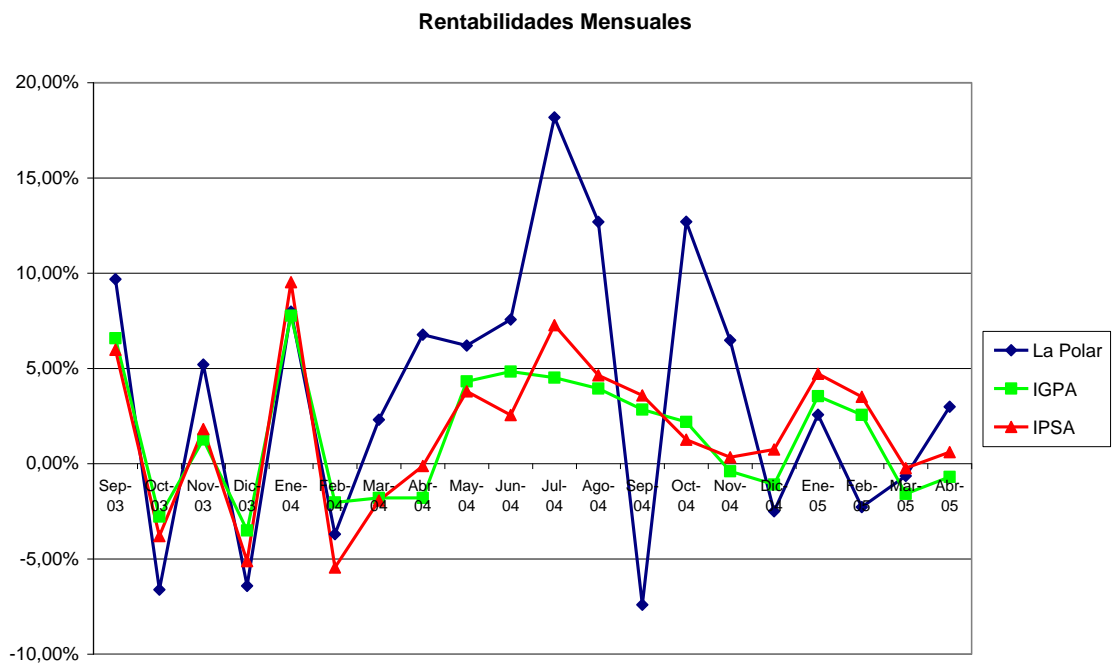
**Figura N° 25: Precios de Cierre Diarios**



Fuente: Elaboración propia

Además, comprobamos que las rentabilidades de la acción han estado por sobre las de mercado durante el periodo estudiado, mostrando números superiores en comparación al Índice General de Precios Accionarios (IGPA) y al Índice Particular de Precios Accionarios (IPSA).

**Figura N° 26: Comparación de Rentabilidades Mensuales**



Fuente: Elaboración propia

Estas señales de mercado, y la sensibilización de las proyecciones que realizamos para los flujos futuros de la compañía (30.000 escenarios posibles), nos arrojaron el precio estimado para la acción de esta, el cual fue en promedio \$1.230,98, y se acerca al último precio de cierre de nuestra muestra (\$1.250,5 el 3 de Junio de 2005).

También podemos decir que el rango de precios en que podría fluctuar la acción, con un nivel de confianza del 80% es entre \$684,8 y \$1712,1, el cual se ajusta en su cota inferior al valor que tenía La Polar en el comienzo de sus transacciones (\$630 el segundo día de transacciones), y en su cota superior el precio que probablemente creemos que va a llegar en el corto plazo.



## BIBLIOGRAFIA

### A) Libros.

- Meigs R., Williams J., Haka S. y Bettner M. “Contabilidad, La base para decisiones gerenciales”, Undécima Edición. Editorial M<sup>C</sup> Graw Hill (2000).
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield y Bradford D. Jordan. “Fundamentos de Finanzas Corporativas”, 5ª Edición. Editorial McGraw – Hill.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield y Jaffe Jeffrey. “Finanzas Corporativas”, 5ª Edición. Editorial McGraw – Hill.

### B) Conferencias, Entrevistas y Documentos

- Entrevista a Santiago Grage, Gerente de Finanzas Corporativas de Empresa “La Polar”
- Memoria de Empresa “La Polar”, 2003 y 2004
- Memoria Empresa “Falabella”, 2003 y 2004
- Memoria Empresa “Paris”, 2004
- Estudio de Fit Research, “Tiendas por Departamento 2004”, Andaur Rodrigo 2004
- Estudio de Fitch Ratings, “Análisis de Riesgo Sector Comercio” Jarufe Rina 2004
- Estudio de Feller Rate, “Informe de Clasificación de Riesgo de Bono Securitizado”, Arias Marcelo 2004
- Estudio de Consultora Larraín Vial, “Informe Sector Comercio en Chile”, Bourban Céline 2004
- Clases de Valoración de Empresas: El Proceso de Valoración. Desde Parte I hasta Parte XI, Parisi, Franco y Parisi, Antonino 2004, Diario Financiero

### C) Sitios www (World Wide Web)

- [www.svs.cl](http://www.svs.cl), Información de las F.E.C.U. (Ficha Estadística Codificada Uniforme) de las Empresas La Polar, Falabella y Paris
- [www.parisinet.com](http://www.parisinet.com), Programa de Simulación de Monte Carlo 2005
- [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl), Información sobre la tasa de los Bonos del Banco Central de Chile en Unidades de Fomento (BCU) a 10 años
- [www.bolsadesantiago.cl](http://www.bolsadesantiago.cl), Datos Índice General de Precio Accionarios y Precios de cierre Acciones.

- [www.yahoo.com](http://www.yahoo.com), Información sobre los ratios financieros de la Industria de Retail en U.S.A.
- [www.lapolar.cl](http://www.lapolar.cl) , Información sobre la empresa

# **Anexos**

## **ANEXO 1 (Tasa Libre de Riesgo y Tasa de Mercado)**

Año	IGPA	Variacion % IGPA (1)	IPC anual (2)	Variacion % real IGPA (1-2)
1989	757.59			
1990	1166.69	54.00%	27.30%	26.70%
1991	2483.69	112.88%	18.70%	94.18%
1992	2733.46	10.06%	12.70%	-2.64%
1993	3915.49	43.24%	12.20%	31.04%
1994	4.714.10	20.40%	8.90%	11.50%
1995	5.713.40	21.20%	8.20%	13.00%
1996	5.438.00	-4.82%	6.60%	-11.42%
1997	5.352.10	-1.58%	6.00%	-7.58%
1998	4.045.10	-24.42%	4.70%	-29.12%
1999	4.454.50	10.12%	2.30%	7.82%
2000	5.017.10	12.63%	4.50%	8.13%
2001	5.237.40	4.39%	2.60%	1.79%
2002	5.047.20	-3.63%	2.80%	-6.43%
2003	6.128.80	21.43%	1.10%	20.33%
2004	7.880.30	28.58%	2.40%	26.18%
<b>Promedio</b>		<b>20.30%</b>	<b>8.07%</b>	<b>12.23%</b>

Año	Mes	Tasa BCU 10 años
<b>2002</b>	Septiembre	3.66%
	Octubre	3.96%
	Noviembre	4.06%
	Diciembre	4.09%
<b>2003</b>	Enero	3.83%
	Febrero	3.93%
	Marzo	3.78%
	Abril	3.81%
	Mayo	3.91%
	Junio	3.81%
	Julio	3.87%
	Agosto	3.87%
	Septiembre	4.19%
	Octubre	4.14%
	Noviembre	4.05%
	Diciembre	4.27%

<b>2004</b>	Enero	3.92%
	Febrero	3.79%
	Marzo	3.50%
	Abril	3.82%
	Mayo	3.72%
	Junio	3.79%
	Julio	3.64%
	Agosto	3.15%
	Septiembre	3.27%
	Octubre	3.25%
	Noviembre	3.17%
	Diciembre	3.23%
<b>2005</b>	Enero	3.10%
	Febrero	2.89%
	Marzo	2.78%
	Abril	2.61%
	Mayo	2.38%
	<b>Promedio</b>	<b>3.61%</b>

## **ANEXO 2 (Índices de Mercado y Precios de Cierre)**

Fecha	Cierre	IGPA	IPSA
16-09-2003	580,00	6.776,76	1.366,55
17-09-2003	630,00	6.791,61	1.370,04
22-09-2003	610,00	6.770,45	1.359,18
23-09-2003	645,00	6.829,19	1.380,37
24-09-2003	630,00	6.850,81	1.378,36
25-09-2003	632,00	6.886,10	1.393,09
26-09-2003	635,00	6.946,23	1.415,21
29-09-2003	626,00	6.987,65	1.432,58
30-09-2003	620,00	6.991,60	1.430,49
01-10-2003	620,00	7.070,66	1.456,35
02-10-2003	615,00	7.089,36	1.458,66
03-10-2003	621,00	7.160,70	1.475,70
06-10-2003	624,00	7.167,46	1.483,92
07-10-2003	620,00	7.106,53	1.467,07
08-10-2003	619,98	7.187,30	1.487,25
09-10-2003	615,00	7.259,69	1.500,14
10-10-2003	620,00	7.339,35	1.519,15
13-10-2003	635,00	7.402,89	1.530,55
14-10-2003	640,00	7.529,88	1.559,87
15-10-2003	660,00	7.515,14	1.557,37
16-10-2003	680,00	7.552,83	1.565,71
17-10-2003	670,00	7.552,81	1.560,32
20-10-2003	690,00	7.602,33	1.575,89
21-10-2003	709,00	7.652,45	1.585,78
22-10-2003	700,00	7.677,79	1.584,43
23-10-2003	680,00	7.611,22	1.561,29
24-10-2003	665,00	7.562,44	1.551,21
27-10-2003	650,00	7.594,31	1.559,78
28-10-2003	669,99	7.561,74	1.554,21
29-10-2003	670,00	7.544,93	1.548,41
30-10-2003	651,00	7.504,81	1.531,82
31-10-2003	680,00	7.452,02	1.515,96
03-11-2003	670,00	7.408,82	1.505,31
04-11-2003	660,00	7.272,95	1.466,33
05-11-2003	650,00	7.161,45	1.443,76
06-11-2003	640,00	7.131,09	1.435,43
07-11-2003	650,00	7.108,97	1.419,83
10-11-2003	635,00	6.977,41	1.383,97
11-11-2003	640,00	7.052,49	1.407,42
12-11-2003	640,00	7.147,99	1.437,30
13-11-2003	640,00	7.234,29	1.458,03
14-11-2003	630,00	7.287,69	1.469,60
17-11-2003	620,00	7.209,80	1.447,07
18-11-2003	610,00	7.165,76	1.432,63
19-11-2003	615,00	7.146,85	1.421,68
20-11-2003	615,00	7.105,15	1.408,94
21-11-2003	620,50	7.109,84	1.414,19
24-11-2003	620,00	7.133,90	1.422,50



25-11-2003	640,00	7.147,65	1.423,02
26-11-2003	640,00	7.149,18	1.426,16
27-11-2003	630,00	7.188,60	1.436,77
28-11-2003	635,00	7.244,70	1.458,34
01-12-2003	648,00	7.326,14	1.486,05
02-12-2003	649,99	7.298,89	1.476,64
03-12-2003	645,00	7.265,66	1.469,28
04-12-2003	670,00	7.267,48	1.478,04
05-12-2003	680,00	7.277,50	1.485,62
09-12-2003	665,00	7.225,88	1.464,96
10-12-2003	660,00	7.195,42	1.453,13
11-12-2003	650,00	7.206,70	1.456,49
12-12-2003	650,00	7.228,24	1.464,85
15-12-2003	650,00	7.231,42	1.461,16
16-12-2003	645,00	7.193,22	1.439,16
17-12-2003	637,50	7.194,89	1.437,59
18-12-2003	640,00	7.221,42	1.449,13
19-12-2003	640,00	7.211,30	1.440,13
22-12-2003	640,00	7.224,80	1.449,15
23-12-2003	650,00	7.285,12	1.468,53
24-12-2003	649,90	7.297,42	1.469,44
26-12-2003	655,00	7.294,92	1.471,92
29-12-2003	660,00	7.317,06	1.478,61
30-12-2003	668,00	7.336,67	1.484,80
02-01-2004	670,00	7.318,62	1.484,60
05-01-2004	660,00	7.317,92	1.484,80
06-01-2004	660,00	7.253,12	1.466,77
07-01-2004	650,00	7.211,00	1.461,60
08-01-2004	640,00	7.205,73	1.462,85
09-01-2004	650,00	7.246,20	1.476,40
12-01-2004	640,01	7.251,28	1.475,81
13-01-2004	645,00	7.236,23	1.467,89
14-01-2004	635,35	7.275,65	1.481,69
15-01-2004	645,00	7.259,47	1.475,09
16-01-2004	640,00	7.223,32	1.459,48
19-01-2004	640,00	7.209,12	1.455,98
20-01-2004	635,00	7.181,59	1.453,98
21-01-2004	635,00	7.154,93	1.446,37
22-01-2004	635,00	7.178,69	1.451,02
23-01-2004	635,00	7.171,22	1.453,50
26-01-2004	635,00	7.139,93	1.438,92
27-01-2004	635,00	7.142,16	1.439,96
28-01-2004	630,00	7.117,02	1.432,74
29-01-2004	630,00	7.089,07	1.415,25
30-01-2004	625,11	7.079,38	1.408,86
02-02-2004	620,00	7.074,51	1.411,33
03-02-2004	625,00	7.087,25	1.416,47
04-02-2004	620,00	7.080,73	1.412,48
05-02-2004	630,00	7.126,23	1.426,19

06-02-2004	649,50	7.146,34	1.424,71
09-02-2004	644,00	7.155,67	1.427,29
10-02-2004	644,00	7.157,78	1.428,70
11-02-2004	640,00	7.159,83	1.432,95
12-02-2004	640,00	7.155,42	1.435,47
16-02-2004	640,00	7.236,01	1.461,60
17-02-2004	650,00	7.336,98	1.487,43
18-02-2004	650,00	7.429,04	1.514,61
19-02-2004	650,00	7.433,15	1.506,62
20-02-2004	650,00	7.460,69	1.504,79
23-02-2004	660,00	7.567,56	1.533,40
25-02-2004	650,00	7.572,80	1.531,23
26-02-2004	650,00	7.589,83	1.537,33
27-02-2004	675,00	7.629,43	1.543,08
01-03-2004	674,90	7.666,76	1.546,97
02-03-2004	675,00	7.747,93	1.567,81
03-03-2004	668,00	7.770,69	1.568,41
04-03-2004	660,00	7.735,95	1.554,09
05-03-2004	655,00	7.695,88	1.540,53
08-03-2004	645,00	7.581,21	1.493,64
09-03-2004	645,00	7.662,12	1.512,68
10-03-2004	645,00	7.693,02	1.512,69
11-03-2004	635,05	7.658,55	1.496,58
12-03-2004	635,00	7.605,19	1.484,66
15-03-2004	630,00	7.507,49	1.463,44
16-03-2004	631,00	7.572,22	1.474,68
17-03-2004	635,00	7.589,31	1.475,37
18-03-2004	635,00	7.537,02	1.460,97
19-03-2004	630,00	7.526,76	1.453,67
22-03-2004	630,00	7.418,47	1.424,25
23-03-2004	625,00	7.425,29	1.429,50
24-03-2004	630,00	7.380,46	1.418,01
25-03-2004	645,00	7.411,59	1.441,44
26-03-2004	655,00	7.389,25	1.433,87
29-03-2004	663,00	7.432,02	1.447,30
30-03-2004	660,00	7.443,37	1.449,62
31-03-2004	650,00	7.474,34	1.458,90
01-04-2004	650,00	7.545,65	1.480,31
02-04-2004	650,00	7.582,08	1.488,92
05-04-2004	650,00	7.629,42	1.507,66
06-04-2004	645,00	7.611,63	1.500,93
07-04-2004	635,00	7.593,38	1.496,30
08-04-2004	645,00	7.548,20	1.481,62
12-04-2004	645,00	7.535,10	1.487,93
13-04-2004	640,00	7.511,71	1.479,87
14-04-2004	640,00	7.485,87	1.475,33
15-04-2004	640,00	7.440,73	1.459,10
16-04-2004	645,00	7.432,98	1.465,04
19-04-2004	650,00	7.373,73	1.450,53

20-04-2004	650,00	7.359,55	1.444,50
21-04-2004	650,00	7.309,98	1.430,84
22-04-2004	650,00	7.348,71	1.446,11
23-04-2004	650,00	7.400,68	1.460,88
26-04-2004	655,00	7.413,40	1.461,44
27-04-2004	665,00	7.420,71	1.460,48
28-04-2004	665,00	7.385,39	1.444,08
29-04-2004	665,00	7.353,55	1.432,54
30-04-2004	665,00	7.339,68	1.430,60
03-05-2004	665,10	7.285,06	1.415,36
04-05-2004	665,30	7.316,45	1.427,94
05-05-2004	670,00	7.336,40	1.443,41
07-05-2004	652,00	7.284,81	1.421,90
10-05-2004	652,00	7.170,28	1.390,63
11-05-2004	665,00	7.241,33	1.417,52
12-05-2004	665,00	7.215,50	1.415,79
13-05-2004	665,02	7.178,30	1.408,41
14-05-2004	665,00	7.184,80	1.415,90
17-05-2004	665,00	7.122,92	1.400,21
18-05-2004	665,00	7.139,15	1.408,85
19-05-2004	665,00	7.177,79	1.422,63
20-05-2004	675,00	7.166,27	1.412,83
24-05-2004	680,00	7.122,99	1.400,54
25-05-2004	685,00	7.127,01	1.400,01
26-05-2004	688,82	7.176,84	1.417,97
27-05-2004	711,01	7.245,68	1.438,64
28-05-2004	701,00	7.210,06	1.429,42
31-05-2004	710,00	7.207,75	1.428,80
01-06-2004	711,00	7.166,68	1.415,86
02-06-2004	720,00	7.184,63	1.415,70
03-06-2004	700,00	7.146,28	1.398,45
04-06-2004	680,00	7.143,78	1.400,83
08-06-2004	681,00	7.178,65	1.419,28
09-06-2004	700,00	7.214,89	1.435,83
10-06-2004	710,00	7.269,85	1.442,92
11-06-2004	720,00	7.308,46	1.447,40
14-06-2004	725,00	7.262,02	1.436,95
15-06-2004	740,00	7.306,70	1.446,41
16-06-2004	750,00	7.375,28	1.460,46
17-06-2004	760,00	7.384,47	1.470,31
18-06-2004	750,04	7.416,19	1.472,27
21-06-2004	760,00	7.408,25	1.468,12
22-06-2004	760,00	7.384,43	1.457,91
23-06-2004	765,00	7.438,26	1.472,56
24-06-2004	770,00	7.492,73	1.477,02
25-06-2004	760,00	7.498,47	1.477,01
29-06-2004	755,00	7.488,42	1.476,63
30-06-2004	754,00	7.518,78	1.482,98
01-07-2004	749,99	7.520,43	1.480,35

02-07-2004	740,00	7.539,71	1.481,36
05-07-2004	755,00	7.535,39	1.476,39
06-07-2004	755,00	7.565,01	1.478,03
07-07-2004	750,00	7.594,14	1.488,66
08-07-2004	750,00	7.585,95	1.489,85
09-07-2004	760,00	7.613,31	1.496,76
12-07-2004	774,98	7.634,84	1.500,42
13-07-2004	780,00	7.660,25	1.499,79
14-07-2004	765,00	7.677,47	1.500,45
15-07-2004	765,63	7.689,94	1.498,09
16-07-2004	785,00	7.752,97	1.508,10
19-07-2004	795,00	7.713,25	1.498,84
20-07-2004	795,00	7.765,53	1.504,38
21-07-2004	795,00	7.777,63	1.502,58
22-07-2004	795,00	7.758,48	1.499,96
23-07-2004	795,00	7.771,05	1.497,33
26-07-2004	795,00	7.765,15	1.495,02
27-07-2004	795,10	7.797,61	1.506,53
28-07-2004	800,00	7.831,96	1.506,75
29-07-2004	810,00	7.874,30	1.521,64
30-07-2004	811,00	7.882,41	1.520,85
02-08-2004	810,00	7.871,46	1.522,50
03-08-2004	805,00	7.857,73	1.521,73
04-08-2004	811,00	7.851,72	1.522,05
05-08-2004	824,97	7.885,33	1.526,58
06-08-2004	815,00	7.888,66	1.524,40
09-08-2004	814,90	7.911,53	1.532,39
10-08-2004	810,00	7.907,65	1.532,27
11-08-2004	810,00	7.949,48	1.538,33
12-08-2004	825,00	7.973,16	1.542,92
13-08-2004	850,00	7.959,92	1.539,79
16-08-2004	870,00	7.989,96	1.545,46
17-08-2004	886,00	8.052,59	1.563,90
18-08-2004	890,00	8.101,37	1.586,03
19-08-2004	890,00	8.101,06	1.585,45
20-08-2004	895,00	8.146,78	1.596,53
23-08-2004	895,00	8.111,73	1.592,27
24-08-2004	895,00	8.105,63	1.591,90
25-08-2004	895,00	8.121,34	1.600,85
26-08-2004	900,00	8.134,87	1.600,74
27-08-2004	940,00	8.224,64	1.626,43
30-08-2004	955,00	8.244,11	1.623,72
31-08-2004	958,40	8.238,23	1.631,41
01-09-2004	980,00	8.243,12	1.636,35
02-09-2004	1.050,00	8.242,20	1.634,98
03-09-2004	1.045,00	8.253,44	1.642,03
06-09-2004	1.025,00	8.243,13	1.642,18
07-09-2004	1.019,50	8.202,81	1.629,20
08-09-2004	987,00	8.148,64	1.614,78

09-09-2004	1.005,00	8.108,27	1.599,06
10-09-2004	1.025,00	8.143,63	1.608,01
13-09-2004	1.024,00	8.164,95	1.609,48
14-09-2004	1.000,00	8.232,87	1.630,04
15-09-2004	1.015,00	8.291,04	1.647,15
16-09-2004	1.035,00	8.315,15	1.658,55
20-09-2004	1.040,00	8.340,73	1.661,26
21-09-2004	1.050,00	8.410,54	1.682,94
22-09-2004	1.050,00	8.388,46	1.672,65
23-09-2004	1.050,00	8.434,52	1.684,55
24-09-2004	1.086,00	8.477,45	1.690,75
27-09-2004	1.100,00	8.496,10	1.693,70
28-09-2004	1.070,00	8.464,00	1.687,82
29-09-2004	1.085,00	8.555,73	1.714,76
30-09-2004	1.080,00	8.562,71	1.707,02
01-10-2004	1.110,00	8.695,82	1.731,16
04-10-2004	1.110,00	8.766,29	1.743,01
05-10-2004	1.100,00	8.726,79	1.731,59
06-10-2004	1.049,90	8.698,13	1.724,43
07-10-2004	1.047,00	8.648,93	1.716,72
08-10-2004	1.000,00	8.606,93	1.703,44
12-10-2004	990,00	8.541,57	1.691,15
13-10-2004	990,00	8.501,99	1.678,06
14-10-2004	980,00	8.498,00	1.681,31
15-10-2004	990,00	8.574,93	1.700,04
18-10-2004	1.000,00	8.636,39	1.721,47
19-10-2004	985,00	8.715,97	1.727,56
20-10-2004	990,02	8.689,81	1.714,31
21-10-2004	1.000,00	8.748,85	1.739,26
22-10-2004	1.015,00	8.794,11	1.749,38
25-10-2004	1.000,00	8.705,83	1.723,80
26-10-2004	985,00	8.717,96	1.725,20
27-10-2004	992,08	8.765,13	1.739,86
28-10-2004	990,00	8.803,09	1.758,84
29-10-2004	1.000,00	8.805,95	1.768,20
02-11-2004	1.045,00	8.838,93	1.782,38
03-11-2004	1.025,00	8.851,25	1.771,34
04-11-2004	1.045,00	8.841,77	1.774,92
05-11-2004	1.049,70	8.808,02	1.768,21
08-11-2004	1.040,00	8.770,04	1.759,29
09-11-2004	1.050,00	8.802,63	1.750,12
10-11-2004	1.050,00	8.768,29	1.745,32
11-11-2004	1.050,00	8.743,58	1.741,53
12-11-2004	1.059,00	8.744,77	1.740,98
15-11-2004	1.040,00	8.692,04	1.725,29
16-11-2004	1.040,00	8.710,70	1.733,90
17-11-2004	1.050,00	8.749,08	1.739,30
18-11-2004	1.050,10	8.791,49	1.749,09
22-11-2004	1.064,00	8.798,07	1.748,71

23-11-2004	1.090,00	8.846,81	1.761,33
24-11-2004	1.110,00	8.909,98	1.770,21
25-11-2004	1.095,00	8.924,04	1.775,53
26-11-2004	1.110,00	8.927,04	1.773,94
29-11-2004	1.125,00	8.944,98	1.775,39
30-11-2004	1.127,00	8.998,60	1.790,47
01-12-2004	1.140,00	9.054,30	1.808,50
02-12-2004	1.145,00	9.048,41	1.808,05
03-12-2004	1.186,10	9.040,48	1.806,77
06-12-2004	1.217,30	9.018,58	1.802,14
07-12-2004	1.200,00	8.965,71	1.786,90
09-12-2004	1.180,20	8.913,34	1.770,40
10-12-2004	1.189,90	8.951,83	1.783,55
13-12-2004	1.220,00	8.951,34	1.790,01
14-12-2004	1.175,00	8.950,37	1.801,30
15-12-2004	1.145,30	8.942,45	1.800,68
16-12-2004	1.173,80	8.933,89	1.798,93
17-12-2004	1.197,00	8.930,34	1.797,95
20-12-2004	1.186,60	8.949,74	1.798,26
21-12-2004	1.200,00	8.990,56	1.810,10
22-12-2004	1.225,00	9.019,31	1.825,34
23-12-2004	1.211,00	8.988,38	1.815,88
24-12-2004	1.200,00	8.976,04	1.811,35
27-12-2004	1.180,00	8.946,06	1.793,67
28-12-2004	1.210,00	8.940,80	1.794,97
29-12-2004	1.224,00	8.940,62	1.797,45
30-12-2004	1.200,00	8.962,56	1.796,48
03-01-2005	1.200,30	8.930,44	1.795,89
04-01-2005	1.150,00	8.877,18	1.781,05
05-01-2005	1.148,70	8.825,61	1.767,74
06-01-2005	1.145,10	8.764,37	1.750,70
07-01-2005	1.159,90	8.804,18	1.764,46
10-01-2005	1.155,40	8.788,09	1.754,39
11-01-2005	1.120,00	8.643,65	1.717,08
12-01-2005	1.120,00	8.620,33	1.710,07
13-01-2005	1.168,60	8.685,94	1.733,64
14-01-2005	1.140,00	8.726,39	1.745,31
17-01-2005	1.155,00	8.707,04	1.745,31
18-01-2005	1.137,70	8.620,05	1.726,65
19-01-2005	1.150,00	8.664,44	1.743,78
20-01-2005	1.150,00	8.711,65	1.755,53
21-01-2005	1.150,00	8.703,35	1.753,34
24-01-2005	1.150,00	8.684,67	1.746,31
25-01-2005	1.145,00	8.699,88	1.757,86
26-01-2005	1.149,90	8.754,79	1.772,62
27-01-2005	1.159,90	8.829,90	1.793,85
28-01-2005	1.160,00	8.822,53	1.799,67
31-01-2005	1.170,00	8.864,43	1.809,88
01-02-2005	1.180,00	8.843,97	1.803,58

02-02-2005	1.180,00	8.845,40	1.802,45
03-02-2005	1.180,00	8.857,19	1.805,43
04-02-2005	1.183,00	8.880,56	1.815,54
07-02-2005	1.180,00	8.919,71	1.829,28
08-02-2005	1.180,00	8.955,67	1.836,34
09-02-2005	1.176,00	8.923,95	1.826,18
10-02-2005	1.160,80	8.943,39	1.828,09
11-02-2005	1.173,90	8.939,11	1.825,34
14-02-2005	1.166,00	8.939,11	1.828,25
15-02-2005	1.166,00	8.933,52	1.829,18
16-02-2005	1.160,00	8.941,40	1.827,30
17-02-2005	1.155,00	8.953,15	1.832,43
18-02-2005	1.165,00	8.970,39	1.838,44
21-02-2005	1.165,00	8.994,10	1.843,74
22-02-2005	1.165,00	9.052,59	1.847,95
23-02-2005	1.179,30	9.101,66	1.855,62
24-02-2005	1.185,10	9.122,04	1.874,79
25-02-2005	1.195,00	9.147,94	1.887,33
28-02-2005	1.200,00	9.178,15	1.895,20
01-03-2005	1.197,70	9.210,04	1.912,70
02-03-2005	1.199,90	9.246,48	1.917,34
03-03-2005	1.195,00	9.284,88	1.928,29
04-03-2005	1.190,10	9.284,77	1.920,72
07-03-2005	1.209,40	9.292,33	1.915,91
08-03-2005	1.215,00	9.340,42	1.934,63
09-03-2005	1.208,30	9.363,28	1.933,93
10-03-2005	1.200,40	9.355,04	1.929,29
11-03-2005	1.199,00	9.293,87	1.910,55
14-03-2005	1.175,00	9.194,00	1.892,77
15-03-2005	1.160,00	9.231,67	1.902,51
16-03-2005	1.165,00	9.278,16	1.913,84
17-03-2005	1.189,90	9.322,53	1.923,00
18-03-2005	1.206,00	9.363,19	1.936,29
21-03-2005	1.200,00	9.416,88	1.950,11
22-03-2005	1.195,00	9.384,57	1.941,35
23-03-2005	1.190,00	9.313,64	1.922,79
24-03-2005	1.190,50	9.350,91	1.942,75
28-03-2005	1.189,70	9.443,00	1.968,84
29-03-2005	1.170,00	9.367,99	1.941,65
30-03-2005	1.170,00	9.387,00	1.953,19
31-03-2005	1.172,60	9.413,22	1.961,69
01-04-2005	1.169,00	9.397,04	1.955,89
04-04-2005	1.152,00	9.368,21	1.950,33
05-04-2005	1.150,00	9.360,85	1.959,26
06-04-2005	1.141,30	9.383,74	1.974,23
07-04-2005	1.146,00	9.430,88	1.988,31
08-04-2005	1.141,00	9.439,52	1.992,53
11-04-2005	1.140,00	9.460,31	1.996,89
12-04-2005	1.160,30	9.484,88	2.008,03

13-04-2005	1.160,00	9.458,63	1.997,56
14-04-2005	1.151,50	9.420,01	1.976,41
15-04-2005	1.140,00	9.388,78	1.963,66
18-04-2005	1.130,90	9.368,74	1.978,11
19-04-2005	1.129,00	9.386,64	1.990,48
20-04-2005	1.125,10	9.369,77	1.989,80
21-04-2005	1.129,90	9.372,47	1.989,84
22-04-2005	1.140,00	9.351,91	1.982,20
25-04-2005	1.130,00	9.271,11	1.964,61
26-04-2005	1.139,90	9.294,48	1.976,15
27-04-2005	1.149,00	9.241,53	1.949,84
28-04-2005	1.145,00	9.215,60	1.947,71
29-04-2005	1.165,00	9.263,71	1.956,98
02-05-2005	1.160,00	9.273,06	1.961,45
03-05-2005	1.175,00	9.290,58	1.972,85
04-05-2005	1.184,00	9.309,96	1.992,39
05-05-2005	1.170,00	9.311,45	1.988,49
06-05-2005	1.185,00	9.298,02	1.993,43
09-05-2005	1.175,00	9.311,91	1.996,83
10-05-2005	1.175,00	9.279,90	1.987,77
11-05-2005	1.175,05	9.265,40	1.977,05
12-05-2005	1.167,00	9.245,98	1.965,21
13-05-2005	1.165,00	9.202,71	1.949,96
16-05-2005	1.150,10	9.101,81	1.928,96
17-05-2005	1.161,00	9.140,94	1.950,13
18-05-2005	1.148,20	9.190,86	1.962,72
19-05-2005	1.180,00	9.184,78	1.955,13
20-05-2005	1.185,00	9.184,02	1.953,90
24-05-2005	1.185,00	9.167,62	1.940,49
25-05-2005	1.181,00	9.140,35	1.934,59
26-05-2005	1.180,40	9.166,28	1.940,73
27-05-2005	1.195,00	9.186,13	1.951,01
30-05-2005	1.190,00	9.214,04	1.969,51
31-05-2005	1.199,80	9.199,45	1.968,78
01-06-2005	1.230,00	9.248,25	1.985,33
02-06-2005	1.230,00	9.307,67	2.005,98
03-06-2005	1.250,50	9.317,79	2.012,91



**ANEXO 3 (Balance General y Estado de Resultados. La Polar)**

Balance General y Estados de Resultados La Polar					
2. Activos					
Código		2001	2002	2003	2004
<b>5.11.00.00</b>	<b>Total Activos Circulantes</b>	<b>47.586.758</b>	<b>51.759.563</b>	<b>82.171.269</b>	<b>104.191.233</b>
5.11.10.10	Disponible	2.736.661	1.152.881	2.237.213	3.724.636
5.11.10.20	Depósitos a plazo	0	0	0	2.143.039
5.11.10.30	Valores negociables (neto)	0	0	13.737.704	7.693.907
5.11.10.40	Deudores por venta (neto)	26.813.113	29.535.014	45.046.441	64.906.239
5.11.10.50	Documentos por cobrar (neto)	563.045	1.026.732	664.667	806.823
5.11.10.60	Deudores varios (neto)	118.489	419.107	307.081	520.738
5.11.10.70	Documentos y cuentas por cobrar empresas relacionadas	0	0	0	0
5.11.10.80	Existencias (neto)	12.060.583	15.233.370	18.060.521	21.041.966
5.11.10.90	Impuestos por recuperar	1.975.684	2.228.819	169.029	852.693
5.11.20.10	Gastos pagados por anticipado	864.210	1.381.151	700.036	632.623
5.11.20.20	Impuestos diferidos	0	380.207	1.007.372	1.598.877
5.11.20.30	Otros activos circulantes	2.454.973	402.282	241.205	269.692
5.11.20.40	Contratos de leasing (neto)	0	0	0	0
5.11.20.50	Activos para leasing (neto)	0	0	0	0
<b>5.12.00.00</b>	<b>Total Activos Fijos</b>	<b>18.065.464</b>	<b>18.260.169</b>	<b>20.748.734</b>	<b>27.044.734</b>
5.12.10.00	Terrenos	0	0	0	0
5.12.20.00	Construcción y obras de infraestructura	244.528	246.974	253.148	253.148
5.12.30.00	Maquinarias y equipos	0	0	0	0
5.12.40.00	Otros activos fijos	23.516.955	25.425.194	31.718.693	41.901.335
5.12.50.00	Mayor valor por retasación técnica del activo fijo	0	0	0	0
5.12.60.00	Depreciación (menos)	-5.696.019	-7.411.999	-11.223.107	-15.109.749
<b>5.13.00.00</b>	<b>Total Otros Activos</b>	<b>6.773.288</b>	<b>16.790.447</b>	<b>18.938.215</b>	<b>28.979.443</b>
5.13.10.10	Inversiones en empresas relacionadas	0	0	0	0
5.13.10.20	Inversiones en otras sociedades	0	0	0	0
5.13.10.30	Menor valor de inversiones	3.891.878	3.668.267	3.491.451	3.180.640
5.13.10.40	Mayor valor de inversiones (menos)	-174.037	0	0	0
5.13.10.50	Deudores a largo plazo	2.443.274	12.224.494	14.757.864	25.399.198
5.13.10.60	Documentos y cuentas por cobrar empresas relacionadas largo plazo	0	0	0	0
5.13.10.65	Impuestos diferidos a largo plazo	0	0	0	0
5.13.10.70	Intangibles	303.761	277.013	358.175	351.607
5.13.10.80	Amortización (menos)	0	0	-58.194	-89.789
5.13.10.90	Otros	308.412	620.673	388.919	137.787
5.13.20.10	Contratos de leasing largo plazo (neto)	0	0	0	0
<b>5.10.00.00</b>	<b>Total Activos</b>	<b>72.425.510</b>	<b>86.810.179</b>	<b>121.858.218</b>	<b>160.215.410</b>

3. Pasivos					
Código	Descripción	2001	2002	2003	2004
<b>5.21.00.00</b>	<b>Total Pasivos Circulantes</b>	<b>34.516.756</b>	<b>45.168.081</b>	<b>44.920.316</b>	<b>60.440.240</b>
5.21.10.10	Obligaciones con bancos e instituciones financieras a corto plazo	8.204.218	12.127.118	10.617.313	11.251.549
5.21.10.20	Obligaciones con bancos e instituciones financieras largo plazo - porción corto plazo	976.947	1.008.002	1.721.037	2.975.968
5.21.10.30	Obligaciones con el público (pagarés)	0	0	0	0
5.21.10.40	Obligaciones con el público - porción corto plazo (bonos)	0	0	0	0
5.21.10.50	Obligaciones largo plazo con vencimiento dentro un año	2.624.533	2.849.708	1.194.690	804.450
5.21.10.60	Dividendos por pagar	0	0	0	0
5.21.10.70	Cuentas por pagar	8.198.931	9.219.798	14.192.976	16.980.855
5.21.10.80	Documentos por pagar	12.308.512	13.381.975	9.037.391	15.251.546
5.21.10.90	Acreedores varios	379.453	4.468.095	5.549.069	8.917.767
5.21.20.10	Documentos y cuentas por pagar empresas relacionadas	80.200	170.137	236.745	0
5.21.20.20	Provisiones	610.000	581.287	843.950	2.381.960
5.21.20.30	Retenciones	1.114.615	1.255.510	1.527.145	1.876.145
5.21.20.40	Impuesto a la renta	0	0	0	0
5.21.20.50	Ingresos percibidos por adelantado	0	0	0	0
5.21.20.60	Impuestos diferidos	19.347	0	0	0
5.21.20.70	Otros pasivos circulantes	0	106.451	0	0
<b>5.22.00.00</b>	<b>Total Pasivos a Largo Plazo</b>	<b>13.699.525</b>	<b>12.053.381</b>	<b>16.528.640</b>	<b>28.082.122</b>
5.22.10.00	Obligaciones con bancos e instituciones financieras	8.554.415	7.628.645	12.598.556	20.620.922
5.22.20.00	Obligaciones con el público largo plazo (bonos)	0	0	0	0
5.22.30.00	Documentos por pagar largo plazo	2.344.984	566.322	81.833	0
5.22.40.00	Acreedores varios largo plazo	2.516.293	2.527.294	2.249.566	5.523.638
5.22.50.00	Documentos y cuentas por pagar empresas relacionadas largo plazo	0	0	0	0
5.22.60.00	Provisiones largo plazo	0	0	0	0
5.22.70.00	Impuestos diferidos a largo plazo	283.833	1.170.452	1.445.770	1.798.266
5.22.80.00	Otros pasivos a largo plazo	0	160.668	152.915	139.296
5.23.00.00	Interes Minoritario	6.926	8.361	59.518	136.940
<b>5.24.00.00</b>	<b>Total Patrimonio</b>	<b>24.209.229</b>	<b>29.580.356</b>	<b>60.349.744</b>	<b>71.556.108</b>
5.24.10.00	Capital pagado	18.270.916	18.446.630	37.837.735	37.837.735
5.24.20.00	Reserva revalorización capital	0	0	0	0
5.24.30.00	Sobrepeso en venta de acciones propias	0	0	13.894.735	13.894.735
5.24.40.00	Otras reservas	0	0	0	0
5.24.50.00	Utilidades retenidas (sumas códigos 5.24.51.00 al 5.24.56.00)	5.938.313	11.133.726	8.617.274	19.823.638
5.24.51.00	Reservas futuros dividendos	0	0	0	0
5.24.52.00	Utilidades acumuladas	2.485.979	5.997.697	0	6.039.660
5.24.53.00	Pérdidas acumuladas (menos)	0	0	0	0
5.24.54.00	Utilidad (pérdida) del ejercicio	3.452.334	5.136.029	8.617.274	13.783.978
5.24.55.00	Dividendos provisorios (menos)	0	0	0	0
5.24.56.00	Déficit acumulado periodo de desarrollo	0	0	0	0
<b>5.20.00.00</b>	<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>72.425.510</b>	<b>86.810.179</b>	<b>121.858.218</b>	<b>160.215.410</b>

4. Estado De Resultados					
Código	Descripcion	2001	2002	2003	2004
5.31.11.00	Resultado De Explotacion	7.033.545	10.737.062	12.498.966	19.308.604
5.31.11.10	Margen De Explotacion	34.152.123	45.346.366	53.200.890	69.694.834
5.31.11.11	Ingresos de explotación	90.319.938	116.398.106	140.639.173	180.806.904
5.31.11.12	Costos de explotación (menos)	-56.167.815	-71.051.740	-87.438.283	-111.112.070
5.31.11.20	Gastos de administración y ventas (menos)	-27.118.578	-34.609.304	-40.701.924	-50.386.230
5.31.12.00	Resultado Fuera De Explotacion	-2.874.169	-4.257.059	-2.187.447	-2.615.675
5.31.12.10	Ingresos financieros	226.409	143.305	257.017	512.318
5.31.12.20	Utilidad inversiones empresas relacionadas	0	0	0	0
5.31.12.30	Otros ingresos fuera de la explotación	13.027	48.090	40.293	58.420
5.31.12.40	Pérdida inversión empresas relacionadas (menos)	0	0	0	0
5.31.12.50	Amortización menor valor de inversiones (menos)	-150.971	-227.909	-230.987	-229.208
5.31.12.60	Gastos financieros (menos)	-2.200.129	-2.584.719	-2.462.352	-2.335.883
5.31.12.70	Otros egresos fuera de la explotación (menos)	-13.564	-251.671	-11.026	-13.119
5.31.12.80	Corrección monetaria	-446.941	-650.295	-245.229	-842.219
5.31.12.90	Diferencias de cambio	-302.000	-733.860	464.837	234.016
5.31.10.00	Resultado Antes De Impuesto A La Renta E				
	Itemes Extraordinarios	4.159.376	6.480.003	10.311.519	16.692.929
5.31.20.00	Impuesto A La Renta	-688.325	-1.326.448	-1.643.296	-2.831.531
5.31.30.00	Itemes Extraordinarios	0	0	0	0
5.31.40.00	Utilidad (Perdida) Antes De Interes Minoritario	3.471.051	5.153.555	8.668.223	13.861.398
5.31.50.00	Interes Minoritario	-28.608	-17.526	-50.949	-77.420
5.31.00.00	Utilidad (Perdida) Liquida	3.442.443	5.136.029	8.617.274	13.783.978
5.32.00.00	Amortización mayor valor de inversiones	9.891	0	0	0
5.30.00.00	Utilidad (Perdida) Del Ejercicio	3.452.334	5.136.029	8.617.274	13.783.978

**ANEXO 4 (Balance General y Estado de Resultados. Falabella)**

Balance General y Estados de Resultados Falabella						
2. Activos						
Código	Descripción	2000	2001	2002	2003	2004
<b>5.11.00.00</b>	<b>Total Activos Circulantes</b>	<b>388.139.986</b>	<b>479.144.892</b>	<b>564.925.316</b>	<b>812.995.163</b>	<b>1.007.299.926</b>
5.11.10.10	Disponible	10.595.176	14.508.932	16.686.558	20.213.315	27.666.947
5.11.10.20	Depósitos a plazo	9.555.628	10.253.178	18.207.471	6.077.586	79.494.167
5.11.10.30	Valores negociables (neto)	1.655.483	1.861.600	5.505.599	20.641.675	42.684.207
5.11.10.40	Deudores por venta (neto)	220.453.386	260.786.973	324.555.193	475.941.812	512.802.248
5.11.10.50	Documentos por cobrar (neto)	10.609.438	13.170.364	18.066.890	29.089.918	27.338.468
5.11.10.60	Deudores varios (neto)	7.908.006	7.392.094	13.022.145	19.042.612	21.851.465
5.11.10.70	Documentos y cuentas por cobrar empresas relacionadas	2.424.696	769.242	23.630	1.183.765	1.617.223
5.11.10.80	Existencias (neto)	108.553.216	118.666.968	147.588.866	208.693.035	259.253.074
5.11.10.90	Impuestos por recuperar	4.357.819	5.553.128	9.135.879	11.186.647	15.532.229
5.11.20.10	Gastos pagados por anticipado	6.376.801	5.627.318	5.902.662	5.293.970	7.165.774
5.11.20.20	Impuestos diferidos	2.058.023	2.522.733	3.228.228	5.703.071	6.543.694
5.11.20.30	Otros activos circulantes	3.592.314	38.032.362	3.002.195	9.927.757	5.350.430
5.11.20.40	Contratos de leasing (neto)	0	0	0	0	0
5.11.20.50	Activos para leasing (neto)	0	0	0	0	0
<b>5.12.00.00</b>	<b>Total Activos Fijos</b>	<b>241.015.664</b>	<b>314.314.123</b>	<b>329.369.707</b>	<b>438.652.796</b>	<b>492.093.345</b>
5.12.10.00	Terrenos	48.515.749	79.150.783	80.004.519	116.640.786	132.381.004
5.12.20.00	Construcción y obras de infraestructura	134.356.514	164.450.758	166.113.281	232.084.982	214.821.781
5.12.30.00	Maquinarias y equipos	27.858.541	35.818.270	43.780.521	96.481.765	103.893.364
5.12.40.00	Otros activos fijos	94.943.459	126.538.623	152.964.901	168.140.664	245.964.560
5.12.50.00	Mayor valor por retasación técnica del activo fijo	2.414.715	2.405.627	2.348.442	3.906.023	1.639.069
5.12.60.00	Depreciación (menos)	-67.073.314	-94.049.938	-115.841.957	-178.601.424	-206.606.433
<b>5.13.00.00</b>	<b>Total Otros Activos</b>	<b>81.894.692</b>	<b>125.381.237</b>	<b>153.137.905</b>	<b>468.952.642</b>	<b>520.256.907</b>
5.13.10.10	Inversiones en empresas relacionadas	60.401.377	64.341.531	73.689.949	97.622.171	112.729.542
5.13.10.20	Inversiones en otras sociedades	14.818	31.879	52.814	42.766	33.501
5.13.10.30	Menor valor de inversiones	9.420.399	47.174.920	43.465.659	333.219.896	216.765.278
5.13.10.40	Mayor valor de inversiones (menos)	-1.677.316	-1.879.142	-1.528.378	-1.171.834	-605.938
5.13.10.50	Deudores a largo plazo	7.146.997	8.943.193	25.554.034	30.073.451	39.785.284
5.13.10.60	Documentos y cuentas por cobrar empresas relacionadas largo plazo	1.021.787	594.041	464.108	531.023	534.350
5.13.10.65	Impuestos diferidos a largo plazo	0	0	1.629.233	0	0
5.13.10.70	Intangibles	2.288.657	2.578.817	2.569.301	3.948.784	142.349.658
5.13.10.80	Amortización (menos)	-363.693	-626.925	-838.967	-1.448.530	-5.723.557
5.13.10.90	Otros	3.641.666	4.222.923	8.080.152	6.134.915	14.388.789
5.13.20.10	Contratos de leasing largo plazo (neto)	0	0	0	0	0
<b>5.10.00.00</b>	<b>Total Activos</b>	<b>711.050.342</b>	<b>918.840.252</b>	<b>1.047.432.928</b>	<b>1.720.600.601</b>	<b>2.019.650.178</b>

3. Pasivos						
Código	Descripción	2000	2001	2002	2003	2004
<b>5.21.00.00</b>	<b>Total Pasivos Circulantes</b>	<b>230.208.262</b>	<b>319.939.445</b>	<b>423.398.132</b>	<b>567.897.830</b>	<b>613.739.027</b>
5.21.10.10	Obligaciones con bancos e instituciones financieras a corto plazo	110.545.350	159.110.651	220.403.475	277.993.033	230.575.659
5.21.10.20	Obligaciones con bancos e instituciones financieras largo plazo - porción corto plazo	4.791.986	7.950.367	8.054.363	8.063.609	6.997.831
5.21.10.30	Obligaciones con el público (pagarés)	0	0	0	0	0
5.21.10.40	Obligaciones con el público - porción corto plazo (bonos)	0	10.580.301	17.362.434	29.220.025	66.485.227
5.21.10.50	Obligaciones largo plazo con vencimiento dentro un año	0	0	0	0	0
5.21.10.60	Dividendos por pagar	57.355	77.216	104.516	185.310	147.953
5.21.10.70	Cuentas por pagar	78.354.861	92.298.574	111.632.124	168.775.349	209.346.169
5.21.10.80	Documentos por pagar	7.782.077	6.979.134	14.667.011	21.435.315	22.775.831
5.21.10.90	Acreedores varios	2.860.826	4.295.953	4.044.077	13.295.332	17.477.202
5.21.20.10	Documentos y cuentas por pagar empresas relacionadas	6.699.580	14.409.230	8.364.179	9.852.523	10.468.969
5.21.20.20	Provisiones	10.798.231	13.276.245	30.814.136	23.830.075	28.248.893
5.21.20.30	Retenciones	5.327.958	8.637.713	5.453.361	12.969.054	14.935.990
5.21.20.40	Impuesto a la renta	2.288.813	1.485.935	1.357.584	416.694	3.887.328
5.21.20.50	Ingresos percibidos por adelantado	519.797	485.258	1.140.872	1.861.511	2.391.975
5.21.20.60	Impuestos diferidos	0	0	0	0	0
5.21.20.70	Otros pasivos circulantes	181.428	352.868	0	0	0
<b>5.22.00.00</b>	<b>Total Pasivos a Largo Plazo</b>	<b>65.709.224</b>	<b>143.451.946</b>	<b>113.996.358</b>	<b>252.716.895</b>	<b>424.559.893</b>
5.22.10.00	Obligaciones con bancos e instituciones financieras	44.434.806	49.997.535	31.303.308	101.033.562	136.796.842
5.22.20.00	Obligaciones con el público largo plazo (bonos)	0	70.352.267	71.028.557	137.009.700	275.820.261
5.22.30.00	Documentos por pagar largo plazo	0	52.656	463.729	1.198.706	3.264.258
5.22.40.00	Acreedores varios largo plazo	1.391	3.558	42	0	0
5.22.50.00	Documentos y cuentas por pagar empresas relacionadas largo plazo	11.470.638	10.303.418	8.820.464	7.239.372	5.307.613
5.22.60.00	Provisiones largo plazo	1.028.412	1.139.071	1.926.686	2.123.546	2.109.222
5.22.70.00	Impuestos diferidos a largo plazo	8.321.405	11.153.738	0	3.646.870	217.354
5.22.80.00	Otros pasivos a largo plazo	452.572	449.703	453.572	465.139	1.044.343
5.23.00.00	Interes Minoritario	12.696.518	7.228.449	8.661.540	8.213.363	14.778.755
<b>5.24.00.00</b>	<b>Total Patrimonio</b>	<b>402.436.338</b>	<b>448.220.412</b>	<b>501.376.898</b>	<b>891.772.513</b>	<b>966.572.503</b>
5.24.10.00	Capital pagado	75.762.582	78.035.460	78.815.814	178.864.967	178.864.967
5.24.20.00	Reserva revalorización capital	0	0	0	0	0
5.24.30.00	Sobrepeso en venta de acciones propias	38.123.060	39.266.752	39.659.419	249.278.225	249.278.225
5.24.40.00	Otras reservas	5.907.645	6.880.980	6.389.437	-937.234	-5.545.334
5.24.50.00	Utilidades retenidas (sumas códigos 5.24.51.00 al 5.24.56.00)	282.643.051	324.037.220	376.512.228	464.566.555	543.974.645
5.24.51.00	Reservas futuros dividendos	0	0	0	0	0
5.24.52.00	Utilidades acumuladas	243.395.621	281.725.366	316.026.358	378.364.181	437.620.709
5.24.53.00	Pérdidas acumuladas (menos)	0	0	0	0	0
5.24.54.00	Utilidad (pérdida) del ejercicio	50.740.221	53.614.946	70.563.869	100.872.449	125.481.008
5.24.55.00	Dividendos provisorios (menos)	-11.351.103	-11.261.963	-10.029.399	-14.641.705	-19.103.430
5.24.56.00	Déficit acumulado periodo de desarrollo	-141.688	-41.129	-48.600	-28.370	-23.642
<b>5.20.00.00</b>	<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>711.050.342</b>	<b>918.840.252</b>	<b>1.047.432.928</b>	<b>1.720.600.601</b>	<b>2.019.650.178</b>

4. Estado De Resultados						
Código	Descripcion	2000	2001	2002	2003	2004
5.31.11.00	Resultado De Explotacion	64.515.645	78.099.850	100.803.087	119.788.536	162.030.489
5.31.11.10	Margen De Explotacion	199.964.227	244.247.390	271.264.226	329.530.631	471.854.759
5.31.11.11	Ingresos de explotación	649.661.135	794.682.722	857.865.608	1.089.676.898	1.607.095.891
5.31.11.12	Costos de explotación (menos)	-449.696.908	-550.435.332	-586.601.382	-760.146.267	-1.135.241.132
5.31.11.20	Gastos de administración y ventas (menos)	-135.448.582	-166.147.540	-170.461.139	-209.742.095	-309.824.270
5.31.12.00	Resultado Fuera De Explotacion	-4.978.933	-7.087.606	-27.286.008	-2.545.023	-17.378.427
5.31.12.10	Ingresos financieros	2.219.945	1.510.087	1.303.180	1.509.383	1.810.337
5.31.12.20	Utilidad inversiones empresas relacionadas	9.605.870	14.379.176	16.090.765	21.029.971	24.732.902
5.31.12.30	Otros ingresos fuera de la explotación	4.509.464	4.977.097	3.518.331	11.742.594	5.069.606
5.31.12.40	Pérdida inversión empresas relacionadas (menos)	-1.552.388	-680.105	0	-2.737.994	-182.420
5.31.12.50	Amortización menor valor de inversiones (menos)	-994.442	-1.625.816	-4.194.779	-6.795.604	-12.212.274
5.31.12.60	Gastos financieros (menos)	-9.881.120	-11.642.962	-12.020.170	-15.429.108	-20.559.441
5.31.12.70	Otros egresos fuera de la explotación (menos)	-1.403.797	-5.033.881	-20.657.979	-4.852.805	-8.042.893
5.31.12.80	Corrección monetaria	-7.168.962	-5.710.925	-5.195.989	-2.522.441	-4.740.771
5.31.12.90	Diferencias de cambio	-313.503	-3.260.277	-6.129.367	-4.489.019	-3.253.473
5.31.10.00	Resultado Antes De Impuesto A La Renta E Items Extraordinarios	59.536.712	71.012.244	73.517.079	117.243.513	144.652.062
5.31.20.00	Impuesto A La Renta	-10.895.040	-14.769.072	-1.399.616	-15.292.632	-18.111.603
5.31.30.00	Items Extraordinarios	0	0	0	0	0
5.31.40.00	Utilidad (Perdida) Antes De Interes Minoritario	48.641.672	56.243.172	72.117.463	101.950.881	126.540.459
5.31.50.00	Interes Minoritario	1.481.610	-3.022.703	-1.958.722	-1.510.134	-1.581.084
5.31.00.00	Utilidad (Perdida) Liquida	50.123.282	53.220.469	70.158.741	100.440.747	124.959.375
5.32.00.00	Amortización mayor valor de inversiones	616.939	394.477	405.128	431.702	521.633
5.30.00.00	Utilidad (Perdida) Del Ejercicio	50.740.221	53.614.946	70.563.869	100.872.449	125.481.008

**ANEXO 5 (Balance General y Estado de Resultados. Almacenes  
Paris)**

Balance General y Estados de Resultados Paris						
2. Activos						
Código	Descripción	2000	2001	2002	2003	2004
<b>5.11.00.00</b>	<b>Total Activos Circulantes</b>	<b>160.694.748</b>	<b>213.577.199</b>	<b>233.505.641</b>	<b>285.800.902</b>	<b>264.834.707</b>
5.11.10.10	Disponible	323.506	656.121	452.348	1.277.553	2.764.086
5.11.10.20	Depósitos a plazo	0	0	0	0	0
5.11.10.30	Valores negociables (neto)	0	1.030.000	3.827.900	31.370.125	5.000.000
5.11.10.40	Deudores por venta (neto)	96.252.940	114.265.665	129.536.076	155.786.737	144.778.600
5.11.10.50	Documentos por cobrar (neto)	2.641.885	2.920.298	2.835.302	2.916.846	3.077.695
5.11.10.60	Deudores varios (neto)	160.552	327.252	584.751	676.897	174.347
5.11.10.70	Documentos y cuentas por cobrar empresas relacionadas	10.762.934	33.454.931	34.320.258	26.068.350	31.080.916
5.11.10.80	Existencias (neto)	47.897.052	57.422.192	59.039.935	62.200.253	63.268.298
5.11.10.90	Impuestos por recuperar	1.238.954	1.008.142	783.778	842.791	0
5.11.20.10	Gastos pagados por anticipado	587.099	1.416.974	983.765	2.510.853	1.903.223
5.11.20.20	Impuestos diferidos	829.826	1.075.624	1.111.398	2.150.497	5.285.403
5.11.20.30	Otros activos circulantes	0	0	30.130	0	7.502.139
5.11.20.40	Contratos de leasing (neto)	0	0	0	0	0
5.11.20.50	Activos para leasing (neto)	0	0	0	0	0
<b>5.12.00.00</b>	<b>Total Activos Fijos</b>	<b>62.950.843</b>	<b>67.128.678</b>	<b>70.383.225</b>	<b>70.509.494</b>	<b>67.609.292</b>
5.12.10.00	Terrenos	6.226.986	6.412.024	6.473.689	6.635.531	6.635.531
5.12.20.00	Construcción y obras de infraestructura	43.284.810	45.656.925	46.126.395	55.285.185	57.621.434
5.12.30.00	Maquinarias y equipos	21.416.420	24.292.812	26.858.941	30.139.253	31.997.176
5.12.40.00	Otros activos fijos	3.234.007	7.245.987	14.331.499	10.976.557	12.308.577
5.12.50.00	Mayor valor por retasación técnica del activo fijo	0	0	0	0	0
5.12.60.00	Depreciación (menos)	-11.211.380	-16.479.070	-23.407.299	-32.527.032	-40.953.426
<b>5.13.00.00</b>	<b>Total Otros Activos</b>	<b>21.408.445</b>	<b>22.865.635</b>	<b>36.308.860</b>	<b>33.707.358</b>	<b>35.312.247</b>
5.13.10.10	Inversiones en empresas relacionadas	84.210	430.519	863.242	863.315	720.377
5.13.10.20	Inversiones en otras sociedades	34.824	34.790	34.115	34.621	33.777
5.13.10.30	Menor valor de inversiones	0	0	0	0	0
5.13.10.40	Mayor valor de inversiones (menos)	0	0	0	0	0
5.13.10.50	Deudores a largo plazo	8.395.567	11.402.438	24.676.060	21.923.570	21.637.006
5.13.10.60	Documentos y cuentas por cobrar empresas relacionadas largo plazo	12.149.222	10.499.592	10.400.056	10.736.085	11.649.332
5.13.10.65	Impuestos diferidos a largo plazo	0	0	0	0	0
5.13.10.70	Intangibles	134.946	104.245	78.966	53.960	1.191.701
5.13.10.80	Amortización (menos)	0	0	0	0	0
5.13.10.90	Otros	609.676	394.051	256.421	95.807	80.054
5.13.20.10	Contratos de leasing largo plazo (neto)	0	0	0	0	0
<b>5.10.00.00</b>	<b>Total Activos</b>	<b>245.054.036</b>	<b>303.571.512</b>	<b>340.197.726</b>	<b>390.017.754</b>	<b>367.756.246</b>
3. Pasivos						
Código	Descripción	2000	2001	2002	2003	2004
<b>5.21.00.00</b>	<b>Total Pasivos Circulantes</b>	<b>59.408.263</b>	<b>88.200.640</b>	<b>138.228.287</b>	<b>83.615.905</b>	<b>98.513.126</b>
5.21.10.10	Obligaciones con bancos e instituciones financieras a corto plazo	3.112.470	0	12.389.099	0	0
5.21.10.20	Obligaciones con bancos e instituciones financieras largo plazo - porción corto plazo	4.364.223	15.257.713	40.422.649	30.281.504	21.662.430
5.21.10.30	Obligaciones con el público (pagarés)	0	0	0	0	0
5.21.10.40	Obligaciones con el público - porción corto plazo (bonos)	0	0	0	0	0
5.21.10.50	Obligaciones largo plazo con vencimiento dentro un año	0	0	0	0	0
5.21.10.60	Dividendos por pagar	0	0	0	0	0
5.21.10.70	Cuentas por pagar	21.092.112	28.217.991	33.362.725	27.473.743	49.017.873
5.21.10.80	Documentos por pagar	20.085.689	18.989.847	24.776.765	17.683.705	6.206.808
5.21.10.90	Acreedores varios	39.177	14.407	13.534	1.038.443	606.553
5.21.20.10	Documentos y cuentas por pagar empresas relacionadas	9.659.748	24.248.544	25.721.405	4.019.719	9.093.562
5.21.20.20	Provisiones	574.032	828.664	821.057	1.730.005	4.761.612
5.21.20.30	Retenciones	480.812	643.474	721.053	856.446	2.173.595
5.21.20.40	Impuesto a la renta	0	0	0	0	1.283.506
5.21.20.50	Ingresos percibidos por adelantado	0	0	0	0	2.907.942
5.21.20.60	Impuestos diferidos	0	0	0	0	0
5.21.20.70	Otros pasivos circulantes	0	0	0	532.340	799.245
<b>5.22.00.00</b>	<b>Total Pasivos a Largo Plazo</b>	<b>111.330.411</b>	<b>139.297.939</b>	<b>123.320.195</b>	<b>220.455.233</b>	<b>181.673.605</b>
5.22.10.00	Obligaciones con bancos e instituciones financieras	47.087.467	71.528.139	55.068.748	81.527.997	83.166.201
5.22.20.00	Obligaciones con el público largo plazo (bonos)	0	0	0	0	0
5.22.30.00	Documentos por pagar largo plazo	0	0	0	0	0
5.22.40.00	Acreedores varios largo plazo	0	0	0	0	0
5.22.50.00	Documentos y cuentas por pagar empresas relacionadas largo plazo	64.239.079	67.698.934	67.983.075	138.673.711	98.261.910
5.22.60.00	Provisiones largo plazo	0	0	0	0	0
5.22.70.00	Impuestos diferidos a largo plazo	3.865	70.866	268.372	253.525	245.494
5.22.80.00	Otros pasivos a largo plazo	0	0	0	0	0
5.23.00.00	Interes Minoritario	192.157	201.566	201.958	221.674	215.619
<b>5.24.00.00</b>	<b>Total Patrimonio</b>	<b>74.123.205</b>	<b>75.871.367</b>	<b>78.447.286</b>	<b>85.724.942</b>	<b>87.353.896</b>
5.24.10.00	Capital pagado	34.012.580	35.032.957	35.383.287	36.267.869	36.267.869
5.24.20.00	Reserva revalorización capital	0	0	0	0	0
5.24.30.00	Sobreprecio en venta de acciones propias	0	0	0	0	0
5.24.40.00	Otras reservas	0	0	0	0	0
5.24.50.00	Utilidades retenidas (sumas códigos 5.24.51.00 al 5.24.56.00).	40.110.625	40.838.410	43.063.999	49.457.073	51.086.027
5.24.51.00	Reservas futuros dividendos	0	0	0	0	0
5.24.52.00	Utilidades acumuladas	31.246.818	33.403.542	34.757.544	41.596.036	47.020.323
5.24.53.00	Pérdidas acumuladas (menos)	0	0	0	0	0
5.24.54.00	Utilidad (pérdida) del ejercicio	8.863.807	7.434.868	8.306.961	7.861.084	4.065.722
5.24.55.00	Dividendos provisorios (menos)	0	0	0	0	0
5.24.56.00	Déficit acumulado periodo de desarrollo	0	0	-506	-47	828
<b>5.20.00.00</b>	<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>245.054.036</b>	<b>303.571.512</b>	<b>340.197.726</b>	<b>390.017.754</b>	<b>367.756.246</b>



4. Estado De Resultados						
Código	Descripción	2000	2001	2002	2003	2004
5.31.11.00	Resultado De Explotacion	19.355.296	22.905.942	22.030.189	21.362.167	25.164.494
5.31.11.10	Margen De Explotacion	106.277.762	117.222.375	126.812.574	142.462.948	152.650.637
5.31.11.11	Ingresos de explotación	317.655.269	341.375.743	374.406.618	394.786.751	429.736.257
5.31.11.12	Costos de explotación (menos)	-211.377.507	-224.153.368	-247.594.044	-252.323.803	-277.085.620
5.31.11.20	Gastos de administración y ventas (menos)	-86.922.466	-94.316.433	-104.782.385	-121.100.781	-127.486.143
5.31.12.00	Resultado Fuera De Explotacion	-9.554.777	-13.889.844	-11.781.287	-11.984.131	-20.194.110
5.31.12.10	Ingresos financieros	1.219.727	227.270	2.712.076	2.542.124	670.035
5.31.12.20	Utilidad inversiones empresas relacionadas	0	19.752	32.003	30.034	14.769
5.31.12.30	Otros ingresos fuera de la explotación	157.380	0	0	0	0
5.31.12.40	Pérdida inversión empresas relacionadas (menos)	-129.060	-308.528	-126.770	-51.071	-157.690
5.31.12.50	Amortización menor valor de inversiones (menos)	0	0	0	0	0
5.31.12.60	Gastos financieros (menos)	-6.711.649	-9.599.547	-10.788.160	-12.189.657	-12.212.358
5.31.12.70	Otros egresos fuera de la explotación (menos)	0	0	0	0	-4.272.253
5.31.12.80	Corrección monetaria	-3.295.273	-3.904.196	-3.053.175	-1.918.807	-3.040.721
5.31.12.90	Diferencias de cambio	-795.902	-324.595	-557.261	-396.754	-1.195.892
5.31.10.00	Resultado Antes De Impuesto A La Renta E Items Extraordinarios	9.800.519	9.016.098	10.248.902	9.378.036	4.970.384
5.31.20.00	Impuesto A La Renta	-870.893	-1.514.301	-1.881.266	-1.481.907	-890.196
5.31.30.00	Items Extraordinarios	0	0	0	0	0
5.31.40.00	Utilidad (Perdida) Antes De Interes Minoritario	8.929.626	7.501.797	8.367.636	7.896.129	4.080.188
5.31.50.00	Interes Minoritario	-65.819	-66.929	-60.675	-35.045	-14.466
5.31.00.00	Utilidad (Perdida) Liquida	8.863.807	7.434.868	8.306.961	7.861.084	4.065.722
5.32.00.00	Amortización mayor valor de inversiones	0	0	0	0	0
5.30.00.00	Utilidad (Perdida) Del Ejercicio	8.863.807	7.434.868	8.306.961	7.861.084	4.065.722