



## **“VALORACIÓN DE EMPRESAS HITES S.A.”**

**Por Múltiplos**

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Gabriel Aravena González  
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín**

**Santiago, Julio 2014**

## INDICE

INDICE.....	2
INDICE TABLAS.....	3
RESUMEN EJECUTIVO.....	4
CAPITULO 1: METODOLOGIA.....	5
1.1 Valoración por Múltiplos .....	5
CAPITULO 2: DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.....	11
2.1 Descripción de la Empresa.....	11
2.2 Descripción de la Industria.....	13
2.2.1 Tiendas por Departamento.....	14
2.2.2 Empresas comparables.....	21
CAPITULO 3: DESCRIPCION DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA.....	24
CAPITULO 4: ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	26
4.1 Estructura de Capital Objetivo .....	26
CAPITULO 5: COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA .....	28
5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.....	28
5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa .....	30
5.3 Costo de la Deuda ( $K_b$ ).....	31
5.4 Beta de la Deuda ( $\beta_b$ ).....	31
5.5 Beta de la Acción ( $\beta_{pc/d}$ ) .....	32
5.6 Beta Patrimonial Sin Deuda( $\beta_{ps/d}$ ).....	32
5.7 Beta Patrimonial Con deuda ( $\beta_{pc/d}$ ).....	33
5.8 Costo Patrimonial ( $K_p$ ).....	34
5.9 Costo de Capital ( $K_0$ ).....	34
CAPITULO 6: VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS .....	35
CONCLUSION .....	42
BIBLIOGRAFÍA .....	44
ANEXOS .....	45

## INDICE TABLAS

Tabla 1: Múltiplos utilizados.....	7
Tabla 2: Cálculo EBIT y EBITDA .....	8
Tabla 3: 12 mayores accionistas .....	13
Tabla 4: Comparativo de Mercado.....	15
Tabla 5: Indicadores Falabella .....	17
Tabla 6: Indicadores Ripley.....	18
Tabla 7: Indicadores Cencosud .....	19
Tabla 8: Indicadores La Polar .....	20
Tabla 9: Crecimiento ingresos de la Industria .....	22
Tabla 10: Deuda Financiera .....	24
Tabla 11: Detalle Bono Hites .....	25
Tabla 12: Patrimonio Económico Hites .....	26
Tabla 13: Estructura Capital Objetivo Hites.....	27
Tabla 14: Resultados regresión año 2011 .....	29
Tabla 15: Resultados regresión año 2012 .....	29
Tabla 16: Resultados regresión año 2013 .....	30
Tabla 17: Beta de la Acción.....	30
Tabla 18: Beta de la Acción Sept-13.....	32
Tabla 19: Datos Financieros La Polar .....	35
Tabla 20: Datos Financieros Hites.....	36
Tabla 21: Múltiplos Industria (Hites y La Polar).....	37
Tabla 22: Valor E° Precio Utilidad (PE) .....	37
Tabla 23: Valor E° EV/EBITDA .....	38
Tabla 24: Valor E° en base a ratio (EV/EBIT).....	38
Tabla 25: Valor E° en base a ratio PBV .....	38
Tabla 26: Valor E° en base a ratio VBR.....	39
Tabla 27: Valor E° en base a ratio PS.....	39
Tabla 28: Valor E° en base a ratio VS .....	40
Tabla 29: Resultado Valoración por Múltiplo .....	40

## RESUMEN EJECUTIVO

El presente informe tiene como objetivo estimar el valor de la compañía Empresas Hites S.A. mediante la utilización del método de valoración por múltiplos.

Para lo anterior se trabajó sobre una base de datos correspondiente a los Estados Financieros de la empresa para el período comprendido entre los años 2009 y 2013 (este último con cifras a Septiembre, dado que a la fecha de realizado el estudio aún no se encontraban disponibles las cifras de cierre de año). Adicionalmente, se empleó otro tipo de información, donde destacan estudios de mercado, Estados Financieros de otras compañías de la industria, Memorias, etc.

El método empleado corresponde a la Valorización por Múltiplos. Utilizando la información anteriormente descrita, se estima el valor de la compañía a través de la comparación de indicadores de la empresa con su competencia, los que comprenden variables tales como Ingresos, Utilidad, Ebitda, Patrimonio, entre otros. Luego de ponderar los indicadores por los resultados de las empresas de referencia de la industria, que en este caso es La Polar S.A., se obtuvo un precio de la acción que se encuentra en un rango de \$ 178 y \$ 352.

Al cierre de las transacciones de la Bolsa de Comercio de Santiago al 30 de septiembre de 2013, el precio de esta acción era \$ 462. De esta forma, se estima que el precio se encuentra por sobre su valor real, lo que se comprueba con la evolución que ha tenido durante el último tiempo, por lo que seguirá ajustándose en el futuro.

## **CAPITULO 1: METODOLOGIA**

En la presente tesis se ha utilizado el método de Valoración por Múltiplo para obtener el valor de la empresa:

### **1.1 Valoración por Múltiplos**

El Método de Valorización por Múltiplos se relaciona a la estimación del valor de la firma, a través de la comparación de indicadores con su competencia (empresas comparables).

Los indicadores involucrados en la comparación, comprenden variables tales como Ingresos, Ebitda, Utilidad, Patrimonio, entre otros. Luego de ponderar los indicadores por los resultados de las empresas de referencia de la industria, que en este caso es La Polar S.A. (para mayor detalle ver Capítulo 2).

En términos generales, se realiza una valorización escogiendo “value drivers”, es decir, variables que están relacionadas con el valor de la empresa y que permiten establecer una relación entre el valor de la variable y el valor de la firma.

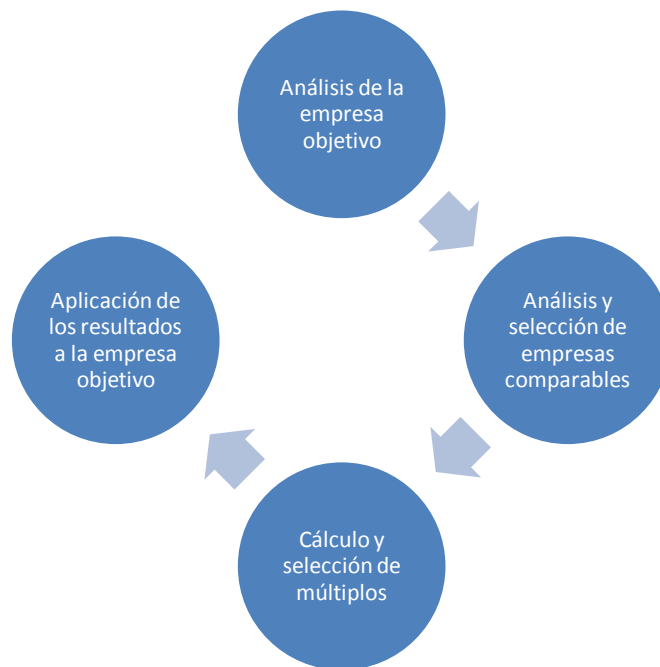
Lo anterior lleva a un múltiplo, o bien, a una relación que puede ser usada para una empresa que pertenece a un determinado sector industrial y así obtener rápidamente un valor aproximado de la empresa<sup>1</sup>.

Actualmente este método es uno de los más recurrentes, dado que su principal ventaja es la sencillez de su desarrollo, así como la fácil obtención de información para elaborar cada ratio (en su mayor parte la información necesaria está disponible de forma pública).

---

<sup>1</sup> “Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica”. Carlos Maqueira, Capítulo 8. Edición 2010

Para obtener el valor a través de este método, se debe seguir los siguientes pasos:



El análisis de la empresa objetivo, se detalla en el capítulo 2 de la presente tesis.

Con respecto al análisis y selección de empresas comparables, se debe destacar que es muy poco probable encontrar dos empresas idénticas, por lo que la identificación de firmas con características similares es clave, pues determinará la veracidad e interpretación de los múltiplos calculados.

Para esto, se deben considerar empresas que pertenezcan al mismo sector, diversificación de productos, cobertura geográfica, etc. Por lo anterior, se ha escogido La Polar como empresa comparable a Hites.

El tercer paso establece el Cálculo y selección de múltiplos:

**Tabla 1: Múltiplos utilizados**

	TIPO DE MÚLTIPLO	EN BASE A MÚLTIPLO:
Industria	MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE) ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA) ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)
	MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV) VALUE TO BOOK RATIO (VBR)
	MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS) ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)

a) Múltiplos de Ganancias

➤ Ratio Precio Utilidad (PE): relaciona el precio de la acción de una entidad con su beneficio neto. En resumen, cuantifica las veces que una compañía cotiza su cifra de beneficio. Una empresa es “más atractiva” en la medida que su PE es menor.

$$PE = \frac{\text{Precio de Mercado de la acción}}{\text{Utilidad por acción}}$$

➤ Ratio Valor Empresa / EBITDA (EV/EBITDA): este ratio permite además de valorar la empresa como un todo, obtener una aproximación al flujo de caja.

Adicionalmente permite valorar empresas con pérdidas y no está sujeto a criterios contables.

El valor de la empresa (Enterprise value o EV), se obtiene de la siguiente forma:

$$E.V. = \text{Valor de Mercado Patrimonio} + \text{Valor de Mercado Deuda} - \text{Efectivo}$$

Mientras que el EBITDA:

**Tabla 2: Cálculo EBIT y EBITDA**

+	Ingresos de actividades ordinarias
-	Costo de ventas
=	<b>Ganancia bruta</b>
-	Costos de distribución
-	Gasto de administración
=	<b>EBIT</b>
+	Depreciación de Activo Fijo
+	Amortización de Activos Intangibles
=	<b>EBITDA</b>

➤ Ratio Valor Empresa / EBIT (EV/EBIT): ratio similar al anterior, aunque ha sido desplazado por el EV/EBITDA, pues a este último se le atribuye una mayor objetividad. Se considera que mientras la empresa tenga un comportamiento relativamente estable en su política de inversión (inversiones pasadas que no difieran en las proyecciones a futuro), este ratio podría arrojar resultados aceptables, pudiendo así establecer una comparación entre compañías de distintos sectores más válida, siempre que presenten similares perfiles de riesgo y crecimiento.

Se obtiene de igual forma que el ratio anterior, dividiendo en este caso por el EBIT.

#### b) Múltiplos de Valor Libro

➤ Ratio Precio Valor Libro (PBV): este ratio se considera como una aproximación de la Q de Tobin<sup>2</sup>, la cual busca cuantificar la rentabilidad de la inversión, siendo además, apropiada para medir las oportunidades de crecimiento.

El ratio PBV se considera muy útil para analizar empresas intensivas en capital. Otra de sus ventajas es que se puede aplicar en firmas que presenten pérdidas, lo que no se puede hacer con la relación P/U.

---

<sup>2</sup> Q de Tobin = Valor de Mercado/Valor de reemplazo.



Se obtiene de la siguiente relación:

$$PBV = \frac{\text{Valor de Mercado Patrimonio}}{\text{Valor de Libro Patrimonio}}$$

➤ Ratio Valor de Mercado/ Valor Libro<sup>3</sup>: este ratio es similar al PBV, pero en vez de analizar solo la relación de patrimonio, considera el valor de mercado de la empresa, sobre el valor libro de la misma.

$$\text{Valor de Mcdo./Valor Libro} = \frac{\text{Valor de Mcdo. Patrimonio} + \text{Valor de Mcdo. Deuda}}{\text{Valor Libro Patrimonio} + \text{Valor Libro Deuda}}$$

c) Múltiplos de Ingresos

➤ Ratio Precio Ventas (PS)<sup>4</sup>: las principales críticas a este múltiplo es que a un alto nivel de ventas, no necesariamente indica que las firmas sean o tengan altas rentabilidades. Además, este ratio no captura diferencias de estructuras de costos entre compañías. Su ventaja, es que es útil para firmas con problemas financieros, y valoración de empresas que están en la madurez de su ciclo económico.

Se obtiene de la siguiente relación:

$$P/S = \frac{\text{Valor de Mcdo. Patrimonio}}{\text{Ingresos}}$$

➤ Ratio Valor Empresa Venta (VS)<sup>5</sup>: considera el valor de la empresa (EV) como la suma del valor de mercado de los recursos de la empresa. Este ratio tiene dos características principales: en primer lugar, considera el valor de mercado de cada uno

---

<sup>3</sup>Value to Book Ratio (VBR)

<sup>4</sup>Prices to Sales Ratio.

<sup>5</sup>Enterprise Value to Sales Ratio.

de los componentes y no el valor contable. Junto a esto, sólo considera los proveedores de capital, y el financiamiento externo de la empresa.

Esta relación se calcula de la siguiente forma:

$$\text{Valor Empresa./Ventas} = \frac{(\text{Valor de Mcd. Patrimonio} + \text{Valor de Mcd. Deuda} - \text{Efectivo})}{\text{Ingresos}}$$

## **CAPITULO 2: DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA**

### **2.1 Descripción de la Empresa**

Empresas Hites S.A. (Hites) opera en el sector retail y mediante la tarjeta de crédito Hites, de su propiedad, participa también en la actividad financiera, enfocándose en los segmentos C3-D de la población bajo la modalidad de tiendas por departamentos.

La compañía fue constituida en 1940 por los hermanos Alex e Isaac Hites, inaugurando su primera tienda en el centro de Santiago en el año 1954. En 1990 se lanzan al negocio financiero con la Tarjeta Hites.

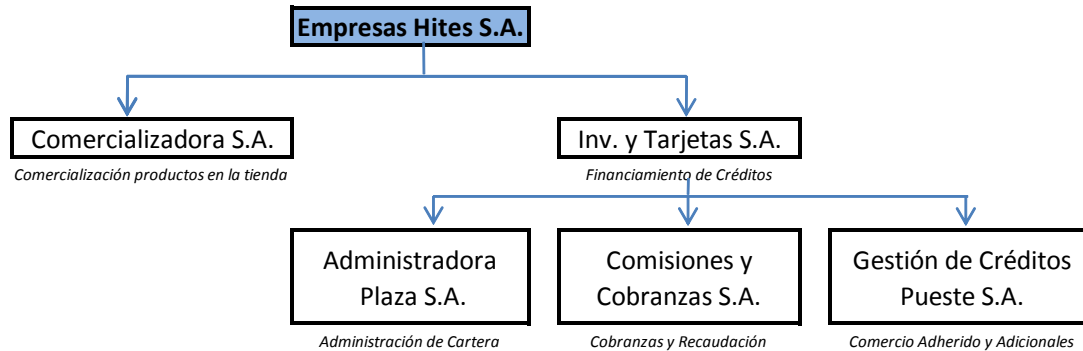
La sociedad está sujeta a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros. Esta entidad se registrará especialmente por las normas establecidas aplicables a las Sociedades Anónimas Abiertas establecidas en la Ley N° 18.046 y otras disposiciones legales.

En el área financiera está regulado por el Sernac Financiero, además de seguir las nuevas regulaciones en manejo de cartera según la Ley Dicom. Por otra parte, contabiliza el impuesto a la renta sobre la base de la renta líquida imponible determinada según las normas establecidas en la Ley de Impuesto a las ganancias (Ley 20.630).

Entre los negocios de la Compañía se encuentra la venta al detalle de productos de vestuario, accesorios y artículos para el hogar a través de sus tiendas por departamento. También opera el negocio financiero al otorgar, por medio de la tarjeta Hites, créditos directos a sus clientes tanto a través de la venta en multitiendas propias como en comercios asociados y de avances en efectivo.

Complementariamente participa en el negocio de la colocación de pólizas de seguros a sus clientes, tanto relacionados al crédito como a coberturas personales y generales.

El negocio de Empresas Hites se estructura de la siguiente manera:



- **Comercializadora S.A:** es la adquirente, tanto en Chile como en el extranjero, de los productos que se comercializan en las distintas tiendas, los que publicita, anuncia, promueve y pone a disposición de los clientes. Además, es la que arrienda las tiendas y concentra la mayor cantidad de gastos en términos de personal y otros.
- **Inversiones y Tarjetas S.A:** financia en forma directa los créditos que se otorgan a clientes por las ventas de productos y servicios comercializados en la red de tiendas, así como las colocaciones de dinero en efectivo que se concretan a través de los productos “Avance en Efectivo” y “Full Emergencia”. También financia las colocaciones generadas a través del Comercio Adherido, las que se concretan en más de 6.000 puntos de ventas de 500 distintas empresas que tienen vigente el medio de pago.
- **Administradora Plaza S.A:** otorga el servicio de administración de cartera de los clientes de la Tarjeta. Los servicios de cobranza para los créditos morosos los efectúa la filial Comisiones y Cobranzas S.A, en tanto que la labor de desarrollo de la cartera de servicios a los que pueden acceder los clientes la realiza su filial Gestión de Créditos Puesto S.A., promotora del comercio adherido y de los productos adicionales de la Tarjeta Hites.

En cuanto a la propiedad de la compañía, los 12 mayores accionistas son:

**Tabla 3: 12 mayores accionistas**

<b>Accionistas</b>	<b>N° Acciones</b>	<b>Participación</b>
Inversiones Niagara S.A.	110.803.852	29,38%
Inversiones Paluma Uno Ltda.	110.803.852	29,38%
Banco Santander por cuenta de Inv Extranjeros	32.985.593	8,75%
Compass Small Cap Chile FIP	19.786.628	5,25%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	18.264.040	4,84%
Fondo de Inversión Larrain Vial Beagle	17.232.804	4,57%
Banchile C de B S.A.	14.131.540	3,75%
Comercial e Inmobiliaria Nacional Ltda.	8.553.929	2,27%
Banco Itaú Inversionistas	6.092.559	1,62%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	4.701.347	1,25%
Chile Fondo de Inversión Small CAP	4.130.054	1,10%
Siglo XXI Fondo de Inversión	2.803.446	0,74%
<b>TOTAL 12 PRINCIPALES ACCIONISTAS</b>	<b>350.289.644</b>	<b>92,90%</b>

Período: 09 / 2013 (Ultimo Período Informado)

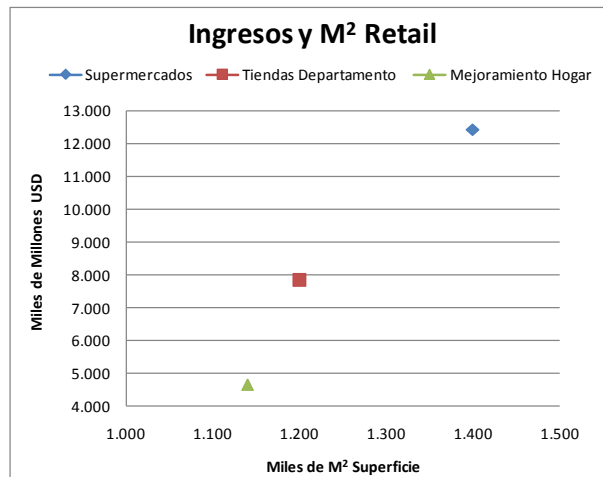
Los accionistas controladores corresponden a los señores Isaac Hites Averbuck (por medio de la sociedad Inversiones Niágara S.A., y Hershale Alex Hites Averbuck (Inversiones Paluma Uno Ltda.).

## **2.2 Descripción de la Industria**

El mercado del retail Chileno es el tercero con mayor desarrollo en Latinoamérica (después de Brasil y México), con ventas totales por USD 25.633 millones y 4,073 millones de m2 (considera Supermercados, Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar y otras tiendas menores).

El sector ha desarrollado de manera importante los últimos años, explicado por el crecimiento del país, además de los fuertes planes de inversión de las empresas involucradas. Las ventas totales se han incrementado un 28% entre el 2010 y 2012.

Adicionalmente, el cambio en el perfil del consumidor y la disminución del riesgo país, han facilitado el acceso al crédito, lo que genera un aumento de las compras en el canal moderno, reflejado en que los ingresos del retail se incrementaron 15% el 2012. Los tres principales segmentos de operación del retail son Supermercados con un 51% de participación total, Mejoramiento del Hogar con 31% y Finalmente Tiendas por Departamento con 18%. Los Supermercados son el formato de retail que cuenta con mayor cantidad de m2, alcanzando a Diciembre de 2012 1,4 millones a lo largo del país, seguido por Mejoramiento del Hogar que cuenta con 1,14 millones de m2. Por último las Tiendas por Departamento tienen 1,2 millones de m2.



### 2.2.1 Tiendas por Departamento

El subsector de Tiendas por Departamento en Chile es bastante maduro, ya que su penetración alcanza los 64 m2 por cada 1.000 habitantes, niveles similares a los exhibidos por las economías desarrolladas (Estados Unidos 100 m2 cada 1.000 habitantes). Lo anterior explica la estrategia de gran parte de los operadores en Chile, ya que al presentar una amplia superficie en territorio nacional, se están destinando importantes recursos a otros países de Latinoamérica (50% de sus inversiones a la apertura de tiendas en Perú y Colombia, dado la baja penetración del formato en dicho países y el alto espacio para seguir creciendo).

Durante el 2012, las ventas totales del segmento Tiendas por Departamento ascendieron a USD 7.825 miles de millones, dividido en siete empresas, de las cuales un 74% de la participación de mercado se encuentra en manos de los tres principales actores: Falabella, Cencosud y Ripley.

A pesar que el mercado objetivo entre los distintos participantes del sector son diferentes, de todas formas se produce un cruce en los clientes, dado el limitado tamaño de la población de Chile (17 millones de habitantes), restringiendo de esta manera el mercado potencial de las diferentes compañías y las posibilidades de aumentar su participación de mercado.

**Tabla 4: Comparativo de Mercado**

<b>Año 2012 Tiendas por Departamento</b>	<b>Falabella</b>	<b>Cencosud</b>	<b>Ripley</b>	<b>La Polar</b>	<b>ABC Din</b>	<b>Hites</b>	<b>Forus</b>	<b>Promedio</b>
Participación de Mercado	29,0%	24,0%	21,0%	10,0%	8,0%	5,0%	3,0%	<b>14,3%</b>
N° Tiendas	38	78	40	40	81	14	240	<b>76</b>
M <sup>2</sup> (miles)	254	377	255	161	63	87	30	<b>175</b>
Crecimiento Ventas	11,8%	28,3%	11,8%	-16,1%	11,4%	11,6%	17,0%	<b>10,8%</b>
Margen Bruto	28,8%	27,1%	33,4%	17,3%	28,3%	25,8%	59,7%	<b>31,5%</b>
Margen Ebitda	6,0%	4,5%	2,0%	-15,4%	2,0%	4,6%	12,1%	<b>2,3%</b>

*Nota: no considera el negocio financiero, y solo tiendas en Chile.*

Como se puede observar en el cuadro anterior, Falabella es el líder del sector con un 29% de participación con un crecimiento en ventas del 12%. En segundo lugar se encuentra Cencosud a través de las marcas Paris y Johnson con las cuales suma un 24% de la participación de mercado, un aumento en las ventas de 28%. En tercer lugar se encuentra Ripley con un 21% de participación y un incremento en ventas de 8,6% durante 2012.

Cabe destacar que Falabella, cuenta con 67% de la superficie de ventas de Cencosud, y un tamaño similar al de Ripley, sin embargo logra un Margen Ebitda mayor al de sus competencias. Esto se asocia a la mayor productividad y eficiencia en sus operaciones, generando menores costos. Un factor relevante en este formato son las marcas propias, ya que generan un mayor margen bruto, en promedio 20% más que las

marcas tradicionales. Es por esto que han ido tomando cada vez más relevancia en el mix de productos de las compañías. Alrededor de un 33% de las ventas de Falabella retail son de marcas propias, mientras que para Cencosud un 25% de las ventas, un 22% de las ventas de Ripley y un 21% de las ventas de Hites.

Por otro lado, los servicios financieros tienen un papel importante para la mayoría de las Tiendas por Departamento, ya que son una herramienta fundamental para fidelizar al cliente. Falabella cuenta con alrededor de 2 millones de tarjetas activas, cerca del 58% de las ventas en las Tiendas por Departamento son realizadas con su propia tarjeta. Cencosud cuenta con 1,3 millones de tarjetas de crédito y el 49% de las ventas son realizadas por este medio de pago. Ripley cuenta con 1,1 millones de tarjetas y un 50% de las compras en sus propias tiendas son utilizando este medio de pago.

A continuación se detallan los principales actores de la industria:

➤ Falabella: es una de las empresas de retail más grandes del país y Latinoamérica, con presencia en Argentina, Perú y Colombia; controlada por las familias Solari, Cúneo y Del Río, posee una importante posición competitiva, sustentada en su larga experiencia de más de 120 años en el mercado, con una amplia cobertura geográfica y la mayor base de clientes del sector retail en Chile.

Este grupo económico se destaca y opera principalmente en tiendas por departamento, tiendas enfocadas en el mejoramiento del hogar, malls, supermercados, viajes, seguros y en el negocio del crédito a través de su tarjeta CMR. En Chile y en Perú opera en la industria de tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, supermercados, desarrollo de centros comerciales y servicios financieros, mientras que en Argentina y Colombia, participa en el negocio de tiendas por departamento, mejoramiento para el hogar y servicios financieros. En todos los países en que opera, Falabella ha logrado una importante posición de liderazgo, transformándose así en uno de los principales participantes del sector retail en Latinoamérica.



**Tabla 5: Indicadores Falabella**

<b>Falabella</b>	<b>M\$</b>		
	<b>2012</b>	<b>sep-12</b>	<b>sep-13</b>
Precio Acción (\$)	4.931,4	4.789,7	4.817,2
Utilidad	409.352.758	246.214.629	310.088.365
Utilidad por accion (\$)	169,2	101,8	128,0
EBITDA	686.476.077	440.043.481	509.750.691
Patrimonio Economico	11.927.830.713	11.582.760.264	11.667.815.158
Deuda Financiera	2.003.068.317	1.896.363.234	2.146.310.276
Valor de Empresa con deuda	13.930.899.030	13.479.123.498	13.814.125.434
Efectivo y equivalentes al efectivo	196.947.322	171.137.461	146.274.231
Enterprise Value	13.733.951.708	13.307.986.037	13.667.851.203
EBIT	568.480.559	357.258.734	411.287.188
Valor libro de la accion (\$)	1.436	1.448	1.558
Nro de acciones suscritas y pagadas	2.418.751.412	2.418.264.247	2.422.115.577
Patrimonio Valor libro	3.474.373.045	3.502.150.666	3.773.702.717
Valor Libro de la deuda	4.903.512.515	4.501.209.643	5.113.679.145
Ingresos	5.491.439.750	3.897.076.388	4.326.940.681
<b>DEUDA VALOR LIBRO</b>	<b>M\$</b>		
	<b>2012</b>	<b>sep-12</b>	<b>sep-13</b>
Total Pasivos	5.164.846.628	4.757.802.420	5.381.194.198
Pasivos por Impuestos (corriente)	15.236.455	10.904.983	10.846.907
Pasivos por Impuestos Diferidos (no corriente)	246.097.658	245.687.794	256.668.146
<b>DEUDA VALOR LIBRO</b>	<b>4.903.512.515</b>	<b>4.501.209.643</b>	<b>5.113.679.145</b>
<b>EBIT</b>	<b>M\$</b>		
	<b>2012</b>	<b>sep-12</b>	<b>sep-13</b>
+ Ingresos de actividades ordinarias	5.491.439.750	3.897.076.388	4.326.940.681
- Costo de ventas	-3.691.316.361	-2.654.782.833	-2.882.250.533
= <i>Ganancia bruta</i>	<i>1.800.123.389</i>	<i>1.242.293.555</i>	<i>1.444.690.148</i>
- Costos de distribución	-80.002.405	-57.277.620	-67.972.890
- Gasto de administración	-1.061.983.069	-734.236.661	-885.695.165
- Otras ganancias (pérdidas)	-89.657.356	-93.520.540	-79.734.905
= <b>EBIT</b>	<b>568.480.559</b>	<b>357.258.734</b>	<b>411.287.188</b>

➤ Ripley: Empresa dedicada a los rubros del retail, servicios financieros e inmobiliarios tanto en Chile como en Perú. Pertenece mayoritariamente a la familia Calderón Volochinsky, quien posee aproximadamente el 53% de las acciones de Ripley Corp directa o indirectamente. En el rubro retail se focaliza en la venta de ropa, accesorios y artículos para el hogar, usando los canales de ventas de tiendas por departamento y página web. La venta retail se ve fuertemente complementado por el negocio financiero. A fines de 2012 ésta unidad de negocios contaba con 40 tiendas en Chile con una superficie de 255.042 m2.

Con respecto al servicio financiero, se destaca la tarjeta Ripley, la cual da acceso a los clientes de la tienda a crédito y obtención de beneficios en distintas empresas que tienen convenio con ésta. A fines de 2012 contaba con más de 1,1 millones de tarjetas, el segmento de concentración es el sector de ingresos medios.

**Tabla 6: Indicadores Ripley**

<b>Ripley</b>	<b>M\$</b>		
	<b>2012</b>	<b>sep-12</b>	<b>sep-13</b>
Precio (\$)	456,6	449,2	460,0
Utilidad	37.023.247	16.016.075	19.605.498
Utilidad por accion (\$)	19,1	8,3	10,1
EBITDA	66.018.017	34.617.613	39.727.338
Patrimonio Economico	883.904.677	869.635.971	890.584.057
Deuda Financiera	343.723.369	363.749.549	386.797.676
Valor de Empresa con deuda	1.227.628.046	1.233.385.520	1.277.381.733
Efectivo y equivalentes al efectivo	87.133.766	63.064.558	32.602.660
Enterprise Value	1.140.494.280	1.170.320.962	1.244.779.073
EBIT	32.709.554	9.772.484	12.676.846
Valor libro de la accion (\$)	391	381	394
Nro de acciones suscritas y pagadas	1.936.052.298	1.936.052.298	1.936.052.298
Patrimonio Valor libro	756.347.757	737.247.827	763.627.216
Valor Libro de la deuda	1.035.919.713	940.054.419	993.834.318
Ingresos	1.153.999.201	789.657.937	838.166.652
<b>DEUDA VALOR LIBRO</b>	<b>M\$</b>		
	<b>2012</b>	<b>sep-12</b>	<b>sep-13</b>
Total Pasivos	1.053.881.702	954.385.115	1.012.648.721
Pasivos por Impuestos (corriente)	3.691.464	1.519.797	3.475.257
Pasivos por Impuestos Diferidos (no corriente)	14.270.525	12.810.899	15.339.146
<b>DEUDA VALOR LIBRO</b>	<b>1.035.919.713</b>	<b>940.054.419</b>	<b>993.834.318</b>
<b>EBIT</b>	<b>M\$</b>		
	<b>2012</b>	<b>sep-12</b>	<b>sep-13</b>
+ Ingresos de actividades ordinarias	1.153.999.201	789.657.937	838.166.652
- Costo de ventas	-773.307.670	-534.178.542	-548.418.650
= <i>Ganancia bruta</i>	<i>380.691.531</i>	<i>255.479.395</i>	<i>289.748.002</i>
- Costos de distribución	-6.252.588	-4.244.693	-3.592.805
- Gasto de administración	-340.551.827	-241.343.167	-270.126.568
- Otras ganancias (pérdidas)	-1.177.562	-119.051	-3.351.783
= <b>EBIT</b>	<b>32.709.554</b>	<b>9.772.484</b>	<b>12.676.846</b>

➤ Cencosud: Compañía con presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia. El ámbito de negocios de la empresa corresponde a hipermercados, supermercados, tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y construcción, inmobiliario y centros comerciales, entretención familiar y servicios financieros

(seguros, banco y tarjeta de crédito). En relación a Supermercados, las cadenas que tiene Cencosud son Jumbo y Santa Isabel, son las cubren el territorio nacional. Para Brasil destacan Gbarbosa, Bretas, Perini y Prezunic. En Argentina están Jumbo y “Vea and “Disco” y por último en Perú se encuentran Wong y Metro.

Las Tiendas por departamentos destacan Almacenes París, junto con la compra de la cadena de tiendas Johnson´s. Los Servicios financieros, con el lanzamientos de la tarjeta de crédito Cencosud, cubre por completo el área de negocio de Cencosud.

**Tabla 7: Indicadores Cencosud**

<u>Cencosud</u>	M\$		
	2012	sep-12	sep-13
Precio (\$)	2.595,5	2.873,2	2.240,5
Utilidad	272.809.130	160.490.370	72.310.809
Utilidad por accion (\$)	108,8	64,0	25,0
EBITDA	749.316.769	488.492.782	451.069.939
Patrimonio Economico	6.507.186.395	7.203.408.957	6.472.855.436
Deuda Financiera	3.538.632.155	2.278.365.925	2.323.063.686
Valor de Empresa con deuda	10.045.818.550	9.481.774.882	8.795.919.122
Efectivo y equivalentes al efectivo	237.720.805	100.931.648	104.387.082
Enterprise Value	9.808.097.745	9.380.843.234	8.691.532.040
EBIT	607.866.371	385.548.295	305.213.245
Valor libro de la accion (\$)	1.361	1.316	1.428
Nro de acciones suscritas y pagadas	2.507.103.215	2.507.103.215	2.889.022.734
Patrimonio Valor libro	3.412.211.744	3.298.474.369	4.125.286.859
Valor Libro de la deuda	5.817.383.861	4.043.196.869	4.932.266.575
Ingresos	9.149.077.107	6.568.429.429	7.279.663.202
<b>DEUDA VALOR LIBRO</b>	<b>M\$</b>		
	<b>2012</b>	<b>sep-12</b>	<b>sep-13</b>
Total Pasivos	6.261.787.849	4.419.055.600	5.436.568.764
Pasivos por Impuestos (corriente)	46.798.474	27.447.086	51.782.687
Pasivos por Impuestos Diferidos (no corriente)	397.605.514	348.411.645	452.519.502
<b>DEUDA VALOR LIBRO</b>	<b>5.817.383.861</b>	<b>4.043.196.869</b>	<b>4.932.266.575</b>
<b>EBIT</b>	<b>M\$</b>		
	<b>2012</b>	<b>sep-12</b>	<b>sep-13</b>
+ Ingresos de actividades ordinarias	9.149.077.107	6.568.429.429	7.279.663.202
- Costo de ventas	-6.547.831.773	-4.715.819.575	-5.298.920.421
= <i>Ganancia bruta</i>	<i>2.601.245.334</i>	<i>1.852.609.854</i>	<i>1.980.742.781</i>
- Costos de distribución	-20.233.594	-14.544.158	-17.279.076
- Gasto de administración	-1.925.414.111	-1.394.357.020	-1.596.029.774
- Otras ganancias (pérdidas)	-47.731.258	-58.160.381	-62.220.686
= <b>EBIT</b>	<b>607.866.371</b>	<b>385.548.295</b>	<b>305.213.245</b>

➤ La Polar: es una empresa orientada a las ventas al detalle, mediante el formato de tiendas por departamentos, y que en forma complementaria participa en el negocio financiero mediante el otorgamiento de crédito a los usuarios de su tarjeta comercial (tarjeta La Polar). Sus ingresos se originan principalmente en Chile, no obstante en el período Agosto-Diciembre de 2012 cerca del 8% del total de los ingresos provinieron de sus inversiones en Colombia. En la actualidad la empresa dispone en Chile de 40 tiendas, distribuidas entre Iquique y Punta Arenas, 15 de ellas ubicadas en la RM, con 161.000 metros cuadrados de superficie para la venta. En Colombia cuenta con cinco tiendas y una superficie de ventas por aproximadamente 26.000 metros cuadrados.

Durante 2012 la compañía continuó enfrentando la crisis originada por el reconocimiento efectuado a la sobrevalorización de las cuentas por cobrar a deudores comerciales, y su posterior ajuste. De este modo, durante el período pasado ha realizado una reprogramación de sus pasivos, lo cual significó dejar de pagar sus compromisos en las condiciones originalmente estipuladas con los tenedores de bonos, incrementó su base de capital en aproximadamente \$127.000 millones y, finalmente, se ha dedicado a ajustar su oferta de productos a los clientes, para incrementar la generación de valor.

**Tabla 8: Indicadores La Polar**

<u>La Polar</u>	M\$		
	2012	sep-12	sep-13
Precio (\$)	205,8	203,3	98,0
Utilidad	188.388.439	-59.490.352	-20.789.570
Utilidad por accion (\$)	757,7	-239,3	-20,8
EBITDA	-44.089.707	-47.232.254	-4.771.375
Patrimonio Economico	51.165.486	50.541.456	97.864.517
Deuda Financiera	193.460.255	182.646.187	203.438.283
Valor de Empresa con deuda	244.625.741	233.187.643	301.302.800
Efectivo y equivalentes al efectivo	7.452.670	8.862.044	32.237.834
Enterprise Value	237.173.071	224.325.599	269.064.966
EBIT	-51.214.356	-52.933.244	-10.834.268
Valor libro de la accion (\$)	366	-1.157	70
Nro de acciones suscritas y pagadas	248.617.522	248.617.522	998.617.522
Patrimonio Valor libro	91.113.882	-287.613.916	70.322.039
Valor Libro de la deuda	305.131.584	571.654.610	278.726.802
Ingresos	381.909.616	259.204.528	294.884.267

DEUDA VALOR LIBRO	M\$		
	2012	sep-12	sep-13
Total Pasivos	348.463.351	583.788.748	350.869.634
Pasivos por Impuestos (corriente)	1.226.244	1.522.854	4.501.102
Pasivos por Impuestos Diferidos (no corriente)	42.105.523	10.611.284	67.641.730
<b>DEUDA VALOR LIBRO</b>	<b>305.131.584</b>	<b>571.654.610</b>	<b>278.726.802</b>

EBIT	M\$		
	2012	sep-12	sep-13
+ Ingresos de actividades ordinarias	381.909.616	259.204.528	294.884.267
- Costo de ventas	-308.515.305	-226.299.558	-205.310.827
= <i>Ganancia bruta</i>	<i>73.394.311</i>	<i>32.904.970</i>	<i>89.573.440</i>
- Costos de distribución	-1.562.886	-1.089.054	-1.259.243
- Gasto de administración	-130.347.492	-89.461.842	-98.980.255
- Otras ganancias (pérdidas)	7.301.711	4.712.682	-168.210
= <b>EBIT</b>	<b>-51.214.356</b>	<b>-52.933.244</b>	<b>-10.834.268</b>

## 2.2.2 Empresas comparables

Luego de haber descrito brevemente los distintos actores del negocio “Tiendas por Departamento”, se puede apreciar que la única que exhibe un comportamiento objetivo similar a Hites, es La Polar.

Dicha conclusión se sustenta en el perfil de cliente objetivo, además del desarrollo e integración en el propio negocio, es decir, algunas empresas han comenzado a desarrollar el negocio bancario, como el inmobiliario, situación que hace imposible compararlas entre sí, a pesar de coincidir en el negocio de “Tiendas por Departamento”.

## 2.2.3 Tasas de Crecimiento reales de la Industria

Utilizando la información histórica de las ventas de la industria (Falabella, Cencosud, Ripley, La Polar, ABC Din, Hites y Forus), entre los años 2009 y 2013, se determinaron las siguientes tasas de crecimiento (crecimiento a sep-13 se estimó respecto sep-12).

Además se proyectó el 2013, último trimestre con mayor estacionalidad.

**Tabla 9: Crecimiento ingresos de la Industria**

<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>Sep-13</b>	<b>2013P</b>
Ingresos Industria	10%	14%	15%	10%	12%

**a) Perspectivas de Crecimiento de la Industria para los años 2013 – 2017**

El mercado del retail Chileno es el tercero con mayor desarrollo en Latinoamérica (después de Brasil y México), con ventas totales por USD 25.633 millones y 4,073 millones de m<sup>2</sup> (considera Supermercados, Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar y otras tiendas menores).

El sector se ha desarrollado de manera importante los últimos años, explicado por el crecimiento del país, además de los fuertes planes de inversión de las empresas involucradas. Las ventas totales se han incrementado un 28% entre el 2010 y 2012. Adicionalmente, el cambio en el perfil del consumidor y la disminución del riesgo país, han facilitado el acceso al crédito, lo que genera un aumento de las compras en el canal moderno, reflejado en que los ingresos del retail se incrementaron 15% el 2012.

A pesar de las cifras descritas anteriormente, la industria del retail en Latinoamérica se caracteriza por tener una baja penetración, motivo por el cual existen fuertes planes de expansión entre los diferentes actores de la industria. Los grandes participantes del retail nacional continuarán ampliando su presencia en la región durante este año. Los principales operadores se aprestan a abrir en torno a 95 nuevos puntos de venta en 2014, para lo cual destinarán en torno a US\$ 900 millones.

El más agresivo en términos de expansión será Cencosud, quien anunció un crecimiento orgánico que incluye 51 tiendas, lo que implicará una inversión de US\$ 210 millones. El segundo lugar en aperturas lo exhibirá Falabella, quien espera inaugurar 30 nuevas tiendas en 2014, desembolsando una suma cercana a los US\$ 600 millones. Por último, si bien Ripley no ha precisado en detalle las inversiones consolidadas que desarrollará en 2014, sí ha hecho anuncios en los distintos mercados

donde opera. En el caso de Colombia, el grupo abrirá tres nuevos locales duplicando los que tiene actualmente.

➤ **Desarrollo online**

Las ventas a través de internet serán otro de los focos principales de las compañías. Falabella anunció que invertirá US\$ 1.000 millones en desarrollar, entre otras cosas, su plataforma online. Cencosud, en tanto, desembolsará US\$ 100 millones a este fin.

Las grandes tiendas entienden que las ventas a través de internet son fundamentales para el desarrollo del negocio, ya que es un nicho con potencial de crecimiento futuro.

➤ **Perspectivas años 2013 – 2017**

Si bien existen expectativas de inversión en la industria, se estima que en los próximos años el crecimiento podría ser menor al promedio de los últimos periodos (entre el 10% y 15%). Dicha situación se explicaría principalmente por la desaceleración de la economía en Chile, además de la madurez de las inversiones realizadas en países vecinos (Argentina, Perú y Colombia).

### CAPITULO 3: DESCRIPCION DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

El primer paso para determinar la estructura de capital de Hites, es obtener la deuda financiera de esta entidad para el periodo 2009 a Sept-2013. A continuación se entrega el detalle de esta partida, según normas contables locales e internacionales (IFRS).

El financiamiento de la empresa durante los últimos 5 años ha sido el siguiente:

**Tabla 10: Deuda Financiera**

#### **DEUDA FINANCIERA EMPRESAS HITES S.A. (miles de UF)**

<b>DEUDA FINANCIERA (miles de UF)</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>sep-13</b>
Préstamos que devengan intereses (corriente)					
Otros pasivos financieros	1.209	1.131	2.245	438	545
Préstamos que devengan intereses (no corriente)					
Otros Pasivos Financieros (no corriente)	1.184	1.036	534	2.966	2.742
<b>TOTAL</b>	<b>2.393</b>	<b>2.167</b>	<b>2.780</b>	<b>3.403</b>	<b>3.288</b>

El detalle de las deuda financiera exhibida en la Tabla 10, son obligaciones financieras con bancos (MM\$ 47.101; 62% de la deuda), emisión de bono (MM\$ 23.503; 31%) y arrendamientos financieros (MM\$ 5.310; 7%).



Las características del bono son las siguientes:

**Tabla 11: Detalle Bono Hites**

<b>Bonos Hites</b>																																																																			
Bono	0001 HASTA 2000																																																																		
Nemotécnico	BHITS-A																																																																		
Fecha de Emisión	6 de diciembre de 2012																																																																		
Valor Nominal (VN o D)	1.000.000 UF																																																																		
Moneda	UF																																																																		
Tipo de Colocación	Nacional																																																																		
Fecha de Vencimiento	20-11-2017																																																																		
Tipo de Bono	Bullet																																																																		
Tasa Cupón ( $k_d$ )	6,2%																																																																		
Periodicidad	Pago de intereses Semestral a partir del 20-05-2013. Capital solo al Vencimiento.																																																																		
Número de pagos (N)	1																																																																		
Tabla de Pagos	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Fecha Vencimiento</th> <th>Cupón</th> <th>Interés</th> <th>Amortización</th> <th>Flujo Total</th> <th>Saldo Amortización</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>20/05/2013</td> <td>1</td> <td>30.534</td> <td>0.0</td> <td>30.534</td> <td>100.0</td> </tr> <tr> <td>20/11/2013</td> <td>2</td> <td>30.534</td> <td>0.0</td> <td>30.534</td> <td>100.0</td> </tr> <tr> <td>20/05/2014</td> <td>3</td> <td>30.534</td> <td>0.0</td> <td>30.534</td> <td>100.0</td> </tr> <tr> <td>20/11/2014</td> <td>4</td> <td>30.534</td> <td>0.0</td> <td>30.534</td> <td>100.0</td> </tr> <tr> <td>20/05/2015</td> <td>5</td> <td>30.534</td> <td>0.0</td> <td>30.534</td> <td>100.0</td> </tr> <tr> <td>20/11/2015</td> <td>6</td> <td>30.534</td> <td>0.0</td> <td>30.534</td> <td>100.0</td> </tr> <tr> <td>20/05/2016</td> <td>7</td> <td>30.534</td> <td>0.0</td> <td>30.534</td> <td>100.0</td> </tr> <tr> <td>20/11/2016</td> <td>8</td> <td>30.534</td> <td>0.0</td> <td>30.534</td> <td>100.0</td> </tr> <tr> <td>20/05/2017</td> <td>9</td> <td>30.534</td> <td>0.0</td> <td>30.534</td> <td>100.0</td> </tr> <tr> <td>20/11/2017</td> <td>10</td> <td>30.534</td> <td>1.000.000</td> <td>1.030.534</td> <td>0.0</td> </tr> </tbody> </table>	Fecha Vencimiento	Cupón	Interés	Amortización	Flujo Total	Saldo Amortización	20/05/2013	1	30.534	0.0	30.534	100.0	20/11/2013	2	30.534	0.0	30.534	100.0	20/05/2014	3	30.534	0.0	30.534	100.0	20/11/2014	4	30.534	0.0	30.534	100.0	20/05/2015	5	30.534	0.0	30.534	100.0	20/11/2015	6	30.534	0.0	30.534	100.0	20/05/2016	7	30.534	0.0	30.534	100.0	20/11/2016	8	30.534	0.0	30.534	100.0	20/05/2017	9	30.534	0.0	30.534	100.0	20/11/2017	10	30.534	1.000.000	1.030.534	0.0
	Fecha Vencimiento	Cupón	Interés	Amortización	Flujo Total	Saldo Amortización																																																													
	20/05/2013	1	30.534	0.0	30.534	100.0																																																													
	20/11/2013	2	30.534	0.0	30.534	100.0																																																													
	20/05/2014	3	30.534	0.0	30.534	100.0																																																													
	20/11/2014	4	30.534	0.0	30.534	100.0																																																													
	20/05/2015	5	30.534	0.0	30.534	100.0																																																													
	20/11/2015	6	30.534	0.0	30.534	100.0																																																													
	20/05/2016	7	30.534	0.0	30.534	100.0																																																													
	20/11/2016	8	30.534	0.0	30.534	100.0																																																													
	20/05/2017	9	30.534	0.0	30.534	100.0																																																													
20/11/2017	10	30.534	1.000.000	1.030.534	0.0																																																														
Periodo de Gracia	9																																																																		
Motivo de la Emisión	Los fondos provenientes de esta colocación se destinaron al pago de pasivos financieros de corto plazo y el saldo se destinará al financiamiento del plan de crecimiento en curso de la empresa.																																																																		
Clasificación de Riesgo	Feller Rate: BBB / ICR Chile: BBB+ / Humphreys: BBB+																																																																		
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	No posee tasa de colocación debido a que fue transado mediante una colocación privada.																																																																		
Precio de venta el día de la emisión.	No existe un precio de venta público.																																																																		
Valor de Mercado	No posee valor de mercado debido a que no se transa en el mercado.																																																																		

## CAPITULO 4: ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Posterior a la descripción de la deuda financiera de Hites (Capítulo 3), el siguiente paso para determinar la estructura de capital es obtener el Patrimonio Económico, para lo cual se registró el número de acciones, para el periodo 2009 a Sept-2013.

A continuación, se registró el precio de la acción a Diciembre de cada año, para el mismo periodo. Finalmente, el Patrimonio Económico de Hites, resulta de la multiplicación del precio de la acción al cierre de cada año, por el total de acciones a la misma fecha. El resumen de resultados se entrega a continuación en la Tabla 12.

**Tabla 12: Patrimonio Económico Hites**

### **PATRIMONIO ECONOMICO EMPRESAS HITES S.A.**

	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>sep-13</b>
N° Acciones	352.906.443	352.906.443	377.124.663	377.124.663	377.124.663
Precio Acción (\$)	243,10	680,00	323,28	410,00	462,05
Patrimonio Económico (miles UF)	4.096	11.185	5.469	6.770	7.546

#### **4.1 Estructura de Capital Objetivo**

En términos generales, la estructura de capital es un concepto que alude a la forma en que una empresa financia sus activos a través de una combinación de patrimonio, deuda o una proporción determinada de ambas.

En resumen, se refiere a la "estructura" de los pasivos de una entidad.

En base a la información anteriormente entregada, se calcularon estadísticas descriptivas básicas: mínimo, máximo, mediana, desviación estándar para el ratio Razón Deuda a Patrimonio (B/P).

Es importante destacar que el “Valor de la empresa con deuda” (V) fue calculado según la premisa que valor de mercado de una empresa con deuda es equivalente a la suma de la deuda financiera y su patrimonio económico.

**Tabla 13: Estructura Capital Objetivo Hites**

**ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO EMPRESAS HITES S.A.**

ESTADISTICAS	Mínimo	Máximo	Mediana	Desv. Est.
	0,37	0,92	0,87	0,23

	2009	2010	2011	2012	sep-13	Promedio
Razón de Endeudamiento (B/V)	0,47	0,27	0,48	0,47	0,40	0,42
Razón Patr. a Valor Empresa (P/V)	0,53	0,73	0,52	0,53	0,60	0,58
Razón Deuda a Patrimonio (B/P)	0,89	0,37	0,92	0,87	0,67	0,75

Se propone para efectos prácticos de la determinación de la estructura de capital objetivo, basarse en el promedio simple. Esto se fundamenta a lo que M&M denominan estructura de capital objetivo, es decir, “una estructura de capital hacia la cual la empresa apunta en el largo plazo pero que no necesariamente significa que sea constante en el tiempo, sino relativamente estable”<sup>6</sup>.

Dado lo anterior, en base al promedio simple, la estructura de capital de la empresa sería  $B/P = 0,75$ .

<sup>6</sup> Finanzas Corporativas, Carlos Maquieira, Tercera Edición, Página 123.

## CAPITULO 5: COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

### 5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Se procedió a descargar los precios semanales de la acción Hites desde el 04-12-2009 (disponibles desde aquella fecha). Del mismo modo se obtuvieron los precios semanales del indicador IGPA.

Posteriormente, a partir de la serie de precios (semanal) se generaron variables retornos, utilizando el siguiente mecanismo:

$$\text{Retorno Acción} = \frac{\text{Precio Periodo } (t) - \text{Precio Periodo } (t-1)}{\text{Precio Periodo } (t-1)}$$

De igual manera existen otras formas de calcular de manera análoga los retornos:

$$\text{Retorno Acción} = \text{Ln} (P_t/P_{t-1})$$

Utilizando 105 retornos, se estimó mediante el modelo de mercado el beta de la acción para los años 2011 al 2013 (al 30 de Septiembre de cada año). El modelo que utilizamos para la regresión es el Modelo de Mercado, que se expresa de la siguiente manera:

$$R_{Hites,t} = \alpha_i + \beta_{Hites} R_{m,t} + \varepsilon_t$$

$R_{Hites,t}$ : Retorno de la acción de Hites durante el período t.

$R_{m,t}$ : Retorno del proxy de mercado durante el período t. (IGPA)

$\beta_{Hites}$  : Coeficiente de riesgo sistemático de la acción de Hites.

➤ Cálculo Beta Año 2011

**Tabla 14: Resultados regresión año 2011**

<i>Estadísticas de la regresión</i>				
	Coeficiente de correlación múltiple		0,640	
	Coeficiente de determinación R <sup>2</sup>		0,410	
	R <sup>2</sup> ajustado		0,404	
	Error típico		0,045	
	Observaciones		95	

<i>Regresión Año 2011</i>	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	0,000	0,005	0,079	0,938
Variable X 1	1,869	0,232	8,040	0,000

Como se explicó anteriormente, se contó con la serie de precios de Hites desde el 04-12-2009, lo que dificultó realizar el cálculo del beta para el 2011, tomando como referencia el 30 de Septiembre de cada año. De manera referencial, se calculó el beta para el 2011 con 95 datos, obteniendo un valor de 1,869, resultado similar al de años posteriores.

Para el resto de los cálculos, se procedió según lo indicado en las instrucciones (105 retornos al 30 de Septiembre de cada año). A continuación se detallan los resultados:

➤ Cálculo Beta Año 2012

**Tabla 15: Resultados regresión año 2012**

<i>Estadísticas de la regresión</i>				
	Coeficiente de correlación múltiple		0,629	
	Coeficiente de determinación R <sup>2</sup>		0,396	
	R <sup>2</sup> ajustado		0,390	
	Error típico		0,053	
	Observaciones		105	

<i>Regresión Año 2012</i>	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	-0,003	0,005	-0,520	0,604
Variable X 1	2,080	0,253	8,217	0,000

- Cálculo Beta Año 2013 (al 30 de Septiembre)

**Tabla 16: Resultados regresión año 2013**

<i>Estadísticas de la regresión</i>				
	Coeficiente de correlación múltiple		0,522	
	Coeficiente de determinación R <sup>2</sup>		0,273	
	R <sup>2</sup> ajustado		0,266	
	Error típico		0,054	
	Observaciones		105	

<i>Regresión Año 2013</i>	<i>Coeficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	0,005	0,005	0,905	0,368
Variable X 1	1,938	0,312	6,216	0,000

A continuación se detalla un resumen del Beta de la Acción (utilizando IGPA):

**Tabla 17: Beta de la Acción**

<b>Beta Patrimonial</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Beta de la Acción	n/a	1,87	2,08	1,94
p-value (significancia)	n/a	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil	98,33%	100,00%	89,44%	86,67%

## 5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa

El costo de capital de una empresa, se define como el mínimo rendimiento requerido por la empresa; en otras palabras indica la tasa mínima de rendimiento que permite a la empresa enfrentar los costos de los recursos financieros, necesarios para realizar la inversión objetivo.

En la estimación se consideró una tasa libre de riesgo de 2,58% (BTU-30 al 11 de Septiembre de 2013) y un premio por riesgo de mercado de 7,2%. La tasa de impuesto a las corporaciones es un 20%.

A continuación se detallan los cálculos de cada tasa y betas requeridos para obtener el costo de capital.

### 5.3 Costo de la Deuda ( $K_b$ )

Dado que la emisión de bono de Hites fue realizada mediante una colocación privada, el bono no se transa en el mercado, por lo que la tasa considerada es la tasa de colocación (la misma que la tasa carátula), lo que determina un costo de la deuda de 6,2%.

Por lo tanto:  $K_b = 6,2\%$

En relación al costo financiero de la deuda financiera neta de la empresa, el promedio de los últimos cinco años es de 6,5%, similar a la tasa de colocación de su bono. En este caso se optó por utilizar la mencionada en primer lugar.

### 5.4 Beta de la Deuda ( $\beta_b$ )

Utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda, se calcula el beta de la deuda de su empresa.

$$k_b = r_f + [E(R_m) - r_f]\beta_b$$

Despejando  $\beta_b$ :

$$\beta_b = (k_b - r_f) / [E(R_m) - r_f]$$

$$\beta_b = \frac{6,2\% - 2,58\%}{7,20\%}$$

$$\beta_b = 0,50$$

## 5.5 Beta de la Acción ( $\beta_p^{c/d}$ )

Se registró el beta de la acción de Septiembre de 2013:

**Tabla 18: Beta de la Acción Sept-13**

Beta de la Acción	Año 2013*
HITES/IGPA	1,94

\*Beta corresponde a Septiembre 2013

Según las indicaciones, en el desarrollo se utilizó el beta calculado en base al IGPA. Adicionalmente, se puede apoyar esta decisión, a que este es un índice más generalizado, en comparación al IPSA, es decir, a pesar de que “el modelo de mercado no es lo mismo que el CAPM, y que este último considera que el portafolio de mercado es un portafolio eficiente constituido por todos los activos que se transan en la economía”<sup>7</sup>, y que por su parte, el modelo de mercado, “en la práctica, generalmente opta por utilizar un índice accionario como proxy del portafolio de mercado”<sup>8</sup> para efectos de poder estimar el riesgo sistemático, por tanto, no da lo mismo que portafolio se utilice y según todo lo anterior, el IGPA cumple mejor con estas definiciones.

## 5.6 Beta Patrimonial Sin Deuda ( $\beta_p^{s/d}$ )

Se desapalancó el beta de la acción con la estructura de capital de Sep-13, calculada en el Capítulo 4.

Dado que  $k_b > r_f$ , utilizaremos las fórmulas propuestas por Rubinstein (1973):

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \left[ 1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) \beta_b \frac{B}{P}$$

<sup>7</sup> Derivación del CAPM; Finanzas Corporativas, Carlos Maquieira, Edición 2010, página 85.

<sup>8</sup> Propiedades del CAPM; Finanzas Corporativas, Carlos Maquieira, Edición 2010, página 87.



Donde  $\frac{B}{P} = 0,67$  corresponde a la estructura de capital a Septiembre de 2013, calculada en el Capitulo 4.

Despejando  $\beta_p^{s/d}$ :

$$\beta_p^{s/d} = \frac{\beta_p^{c/d} + (1 - t_c)\beta_b \frac{B}{P}}{\left[1 + (1 - t_c)\frac{B}{P}\right]}$$

$$\beta_p^{s/d} = \frac{1,94 + (1 - 0,2) * 0,5 * 0,67}{\left[1 + (1 - 0,2) * 0,67\right]}$$

$$\beta_p^{s/d} = 1,44$$

### 5.7 Beta Patrimonial Con deuda ( $\beta_p^{c/d}$ )

Se apalancó el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetivo de la empresa (Capitulo 4). Utilizando nuevamente la fórmula del punto anterior.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \left[1 + (1 - t_c)\frac{B^*}{P}\right] - (1 - t_c)\beta_b \frac{B^*}{P}$$

Donde  $\frac{B^*}{P} = 0,75$ , representa la estructura de capital objetivo de la empresa:

$$\beta_p^{c/d} = 1,44 * \left[1 + (1 - 0,2) * 0,75\right] - (1 - 0,2) * 0,50 * 0,75$$

$$\beta_p^{c/d} = 1,99$$

## 5.8 Costo Patrimonial ( $K_p$ )

Utilizando CAPM se estimó la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetivo de la empresa.

Utilizando CAPM, obtenemos que el costo patrimonial equivale a:

$$k_p = r_f + [E(R_m) - r_f] \beta_p^{c/d}$$

$$k_p = 2,58\% + 7,2\% * 1,99$$

$$k_p = 16,92\%$$

## 5.9 Costo de Capital ( $K_0$ )

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC), se estimó el costo de capital:

$$k_0 = k_p \frac{P}{V} + k_b (1 - t_c) \frac{B}{V}$$

Donde  $\frac{B}{V} = 0,42$  y  $\frac{P}{V} = 0,58$ , corresponde a la razón de endeudamiento propuesta en el Capítulo 4.

$$k_0 = 16,92\% * 58\% + 6,2\% * (1 - 20\%) * 42\%$$

$$k_0 = 11,92\%$$

## CAPITULO 6: VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS

En base al Método de Valorización por Múltiplos, se realizó la comparación de indicadores de la compañía con su competencia (empresa comparable, en este caso, La Polar S.A.), tal como se describió en el capítulo 1.

**Tabla 19: Datos Financieros La Polar**

La Polar	M\$		
	2012	Sep-12	Sep-13
Precio (\$)	205,8	203,3	98,0
Utilidad	188.388.439	-59.490.352	-20.789.570
Utilidad por accion (\$)	757,7	-239,3	-20,8
EBITDA	-44.089.707	-47.232.254	-4.771.375
Patrimonio Economico	51.165.486	50.541.456	97.864.517
Deuda Financiera	193.460.255	182.646.187	203.438.283
Valor de Empresa con deuda	244.625.741	233.187.643	301.302.800
Efectivo y equivalentes al efectivo	7.452.670	8.862.044	32.237.834
Enterprise Value	237.173.071	224.325.599	269.064.966
EBIT	-51.214.356	-52.933.244	-10.834.268
Valor libro de la accion (\$)	366	-1.157	70
Nro de acciones suscritas y pagadas	248.617.522	248.617.522	998.617.522
Patrimonio Valor libro	91.113.882	-287.613.916	70.322.039
Valor Libro de la deuda	305.131.584	571.654.610	278.726.802
Ingresos	381.909.616	259.204.528	294.884.267

EBIT		M\$		
		2012	Sep-12	Sep-13
+	Ingresos de actividades ordinarias	381.909.616	259.204.528	294.884.267
-	Costo de ventas	-308.515.305	-226.299.558	-205.310.827
=	<i>Ganancia bruta</i>	<i>73.394.311</i>	<i>32.904.970</i>	<i>89.573.440</i>
-	Costos de distribución	-1.562.886	-1.089.054	-1.259.243
-	Gasto de administración	-130.347.492	-89.461.842	-98.980.255
-	Otras ganancias (pérdidas)	7.301.711	4.712.682	-168.210
=	<b>EBIT</b>	<b>-51.214.356</b>	<b>-52.933.244</b>	<b>-10.834.268</b>

La Polar	TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2012	Sep-12	Sep-13	Promedio
	MÚLTIPLOS DE GANACIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)		0,27	-0,85	-4,71
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)			-5,38	-4,75	-56,39	-30,57
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)			-4,63	-4,24	-24,83	-14,54
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)		0,56	-0,18	1,39	0,61
	VALUE TO BOOK RATIO		0,62	0,82	0,86	0,84
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)		0,13	0,19	0,33	0,26
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)		0,62	0,87	0,91	0,89

**Tabla 20: Datos Financieros Hites**

Hites	M\$		
	2012	Sep-12	Sep-13
Precio (\$)	410,0	290,7	462,1
Utilidad	13.500.277	6.390.980	8.107.808
Utilidad por accion (\$)	35,8	16,9	21,5
EBITDA	26.233.923	15.585.349	18.913.075
Patrimonio Economico	154.621.112	109.615.055	174.250.451
Deuda Financiera	77.731.632	63.917.883	75.914.718
Valor de Empresa con deuda	232.352.744	173.532.938	250.165.169
Efectivo y equivalentes al efectivo	40.333.935	9.903.373	17.319.775
Enterprise Value	192.018.809	163.629.565	232.845.394
EBIT	20.187.129	11.128.081	14.116.966
Valor libro de la accion (\$)	284	271	301
Nro de acciones suscritas y pagadas	377.124.663	377.124.663	377.124.663
Patrimonio Valor libro	106.932.102	102.253.385	113.447.025
Valor Libro de la deuda	132.023.132	94.605.562	114.056.026
Ingresos	253.830.651	173.789.284	184.760.023

EBIT	M\$		
	2012	Sep-12	Sep-13
+ Ingresos de actividades ordinarias	253.830.651	173.789.284	184.760.023
- Costo de ventas	-158.885.580	-110.123.498	-114.153.469
= <i>Ganancia bruta</i>	<i>94.945.071</i>	<i>63.665.786</i>	<i>70.606.554</i>
- Costos de distribución	-2.189.512	-1.571.977	-1.587.681
- Gasto de administración	-72.322.572	-50.750.805	-54.797.354
- Otras ganancias (pérdidas)	-245.858	-214.923	-104.553
= <b>EBIT</b>	<b>20.187.129</b>	<b>11.128.081</b>	<b>14.116.966</b>

Hites	TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2012	Sep-12	Sep-13	Promedio
	MÚLTIPLOS DE GANACIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)		11,45	17,15	21,49
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)			7,32	10,50	12,31	11,41
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)			9,51	14,70	16,49	15,60
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)		1,45	1,07	1,54	1,30
	VALUE TO BOOK RATIO		0,97	0,88	1,10	0,99
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)		0,61	0,63	0,94	0,79
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)		0,76	0,94	1,26	1,10

Se estimó la mediana entre los ratios de Hites y La Polar, los cuales determinan los ratios de la industria. Posteriormente, estos ratios se utilizan como ponderador para los nuevos valores estimados para Hites, llegando de esta forma a un valor de la empresa ajustada por ponderadores promedio de la industria (múltiplos).

**Tabla 21: Múltiplos Industria (Hites y La Polar)**

	TIPO DE MÚLTIPLO	EN BASE A MÚLTIPLO:	Ratios: Base Industria
Industria	MÚLTIPLOS DE GANACIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	8,27
		ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	-9,58
		ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	0,53
	MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	0,96
		VALUE TO BOOK RATIO (VBR)	0,92
	MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0,53
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)		0,99	

Para determinar el valor de Empresas Hites, se estimaron los siguientes ratios:

**a) Múltiplos de Ganancias**

➤ Ratio Precio Utilidad (PE): relaciona el precio de la acción de una entidad con su beneficio neto. En resumen, cuantifica las veces que una compañía cotiza su cifra de beneficio.

$$PE/ = \frac{\text{Precio de Mercado de la acción}}{\text{Utilidad por acción}}$$

**Tabla 22: Valor E° Precio Utilidad (PE)**

Valor E° en base a ratio PE	MUF	M\$
Precio Hites (UF y \$)	0,008	178
Patrimonio Económico	2.902	66.999.005
Deuda Financiera	3.288	75.914.718
<b>Valor empresa</b>	<b>6.189</b>	<b>142.913.723</b>

➤ Ratio Valor Empresa / EBITDA (EV/EBITDA): este ratio permite además de valorar la empresa como un todo, obtener una aproximación al flujo de caja.

**Tabla 23: Valor E° EV/EBITDA**

Valor E° en base a ratio (EV/EBITDA)	MUF	M\$
Enterprise Value Hites (EV/Ebitda)	-7.849	-181.237.519
Efectivo y equivalentes al efectivo	750	17.319.775
<b>Valor empresa</b>	<b>-7.099</b>	<b>-163.917.744</b>

- Ratio Valor Empresa / EBIT (EV/EBIT): ratio similar al anterior, pero que se calcula en base al resultado operacional.

**Tabla 24: Valor E° en base a ratio (EV/EBIT)**

Valor E° en base a ratio (EV/EBIT)	MUF	M\$
Enterprise Value Hites (EV/Ebit)	325	7.502.089
Efectivo y equivalentes al efectivo	750	17.319.775
<b>Valor empresa</b>	<b>1.075</b>	<b>24.821.864</b>

## b) Múltiplos de Valor Libro

- Ratio Precio Valor Libro (PBV): Este ratio se obtiene de la siguiente relación:

$$PBV = \frac{\text{Valor de Mercado Patrimonio}}{\text{Valor de Libro Patrimonio}}$$

**Tabla 25: Valor E° en base a ratio PBV**

Valor E° en base a ratio PBV	MUF	M\$
Patrimonio valor M° (PBV)	4.697	108.452.319
Deuda Financiera	3.288	75.914.718
<b>Valor empresa</b>	<b>7.984</b>	<b>184.367.037</b>

- Ratio Valor de Mercado/ Valor Libro<sup>9</sup>: este ratio es similar al PBV, pero en vez de analizar solo la relación de patrimonio, considera el valor de mercado de la empresa, sobre el valor libro de la misma.

$$\text{Valor de Mcdo./Valor Libro} = \frac{\text{Valor de Mcdo. Patrimonio} + \text{Valor de Mcdo. Deuda}}{\text{Valor Libro Patrimonio} + \text{Valor Libro Deuda}}$$

**Tabla 26: Valor E° en base a ratio VBR**

Valor E° en base a ratio VBR	MUF	M\$
Valor empresa	9.028	208.466.620

### c) Múltiplos de Ingresos

- Ratio Precio Ventas (PS<sup>10</sup>): Este ratio se obtiene de la siguiente relación:

$$P/S = \frac{\text{Valor de Mcdo. Patrimonio}}{\text{Ingresos}}$$

**Tabla 27: Valor E° en base a ratio PS**

Valor E° en base a ratio PS	MUF	M\$
Patrimonio valor M° (PS)	4.202	97.032.002
Deuda Financiera	3.288	75.914.718
<b>Valor empresa</b>	<b>7.490</b>	<b>172.946.720</b>

- Ratio Valor Empresa Venta (VS<sup>11</sup>): considera el valor de la empresa (EV) como la suma del valor de mercado de los recursos de la empresa. Esta relación se calcula de la siguiente forma:

<sup>9</sup>Value to Book Ratio (VBR)

<sup>10</sup>Prices to Sales Ratio.

<sup>11</sup>Enterprice Value to Sales Ratio.

$$\text{Valor Empresa./Ventas} = \frac{(\text{Valor de Mcdo. Patrimonio} + \text{Valor de Mcdo. Deuda} - \text{Efectivo})}{\text{Ingresos}}$$

**Tabla 28: Valor E° en base a ratio VS**

Valor E° en base a ratio VS	MUF	M\$
Enterprise Value Hites (VS)	7.961	183.821.429
Efectivo y equivalentes al efectivo	750	17.319.775
<b>Valor empresa</b>	<b>8.711</b>	<b>201.141.204</b>

Los valores anteriormente estimados para la empresa en cada uno de los ratios se utilizaron para determinar el valor de la acción, los cuales corresponden a:

**Tabla 29: Resultado Valoración por Múltiplo**

	TIPO DE MÚLTIPLO	EN BASE A MÚLTIPLO:	Precio Acción (\$/Acción)
Industria	MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	177,7
		ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	-636,0
		ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	-135,5
	MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	287,6
		VALUE TO BOOK RATIO (VBR)	351,5
	MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	257,3
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)		332,1	

Como se puede apreciar, en los múltiplos de ganancias correspondientes a EV/EBITDA y EV/EBIT, el precio de la acción estimado para Hites es negativo, debido al efecto de las pérdidas a nivel de Ebitda y Ebit que presenta La Polar, y que afectan el valor establecido para la industria, que como se señaló, para este caso se determina de la ponderación de Hites y La Polar.

Por lo tanto, debido a la distorsión que generan los resultados de La Polar en los cálculos de estos múltiplos, éstos no se consideran para determinar el precio de la acción de Hites, la cual, fluctúa en un rango de \$ 178 y \$ 352.



Con los cálculos realizados, el precio de la acción de Hites obtenido mediante el “Método de Valoración por Múltiplos” fluctúa en un rango de \$ 178 y \$ 352, menor al valor de mercado registrado al 30 de Septiembre del 2013 (\$ 462), por lo tanto, se podría inferir que el mercado está sobrevalorando el precio de la acción a esa fecha.

No obstante, hay que destacar que el precio a la fecha de cierre de la presente tesis, alcanza los \$ 314 (25 de Marzo del 2014), situación que ratifica el valor obtenido en la valoración. A continuación se detalla el precio de la acción de Hites:



## CONCLUSION

Se procedió a realizar la estimación del precio de la acción de Empresas Hites mediante el método de Valoración por Múltiplos, donde utiliza ratios ponderados por múltiplos estimados con información de empresas comparables.

El resultado considerando los ratios adecuados (no distorsionados por las pérdidas de La Polar, la cual influye de manera importante dado que es la única sociedad considerada comparable) para la estimación determinaron un rango de precios entre \$ 178 y \$ 352.

El rango de precios obtenidos está por debajo de lo registrado al 30/09/2013, lo que es concordante con la disminución que ha experimentado el precio en el último tiempo.

Esta evolución en el precio de la acción obedece a que el mercado estaría recogiendo desde fines del año pasado el ajuste en el crecimiento de la economía para este año, el cual se produce especialmente en los sectores que presentan una mayor elasticidad, donde destaca el consumo, cuya principal vía de realización son las empresas de retail. Es por esto que la caída en el precio de la acción se observa en general en las compañías de este sector, presentando el índice bursátil de retail desde septiembre del 2013 a marzo de 2014 una caída de un 17%.



Adicionalmente, dentro de esta industria, Hites se enfoca en clientes pertenecientes a los sectores socioeconómicos C3-D, los cuales son especialmente sensibles a los ajustes de la economía, afectando de esta manera los niveles de rentabilidad, calidad de la cartera, ciclo de conversión del negocio, etc.

Por otra parte, la entrada en vigencia de algunos cambios regulatorios como la tasa máxima convencional (disminución gradual de la tasa máxima cobrada), afecta principalmente a empresas con carteras de menor calidad y que deben cobrar tasas más altas por el mayor riesgo asumido, mayores provisiones y castigos, como es el caso de Hites.

De esta forma, se pudo determinar que el precio de mercado de la acción de Hites al momento de recoger la información financiera para el análisis por medio del método anteriormente descrito, se encontraba por sobre al rango calculado, lo cual se ha podido corregir durante los meses transcurridos.

## BIBLIOGRAFÍA

- Empresas Hites S.A. y Subsidiarias, Año 2013, Memoria Anual 2012.
- Empresas Hites S.A y Subsidiarias, Año 2013, Estados Financieros Consolidados Intermedios al 30 de Septiembre de 2013.
- M. Josefina Guell Z. y Vicente Meschi G., CorpResearch, Año 2013, Perspectivas Industria y Precios Objeticos Sector Retail.
- S.A.C.I. Falabella y Filiales, Año 2013, Estados Financieros Consolidados Intermedios al 30 de Septiembre de 2013.
- Empresas La Polar, Año 2013, Estados Financieros Consolidados Intermedios al 30 de Septiembre de 2013.
- Empresas Ripley Corp S.A y Subsidiarias, Año 2013, Estados Financieros Consolidados Intermedios al 30 de Septiembre de 2013.
- Empresas Cencosud S.A. y Subsidiarias, Año 2013, Estados Financieros Consolidados Intermedios al 30 de Septiembre de 2013.
- Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica, Carlos Maquieira, Capitulo 8. Edición 2010

## **ANEXOS**

## Anexo 1: Estados Financieros Hites (miles UF)

<b>ACTIVOS</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>sep-13</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	653	553	652	1.766	750
Otros Activos Financieros Corrientes	0	0	0	0	460
Otros Activos no Financieros	30	55	67	86	77
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	3.464	4.086	4.825	4.554	3.911
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0	0	0	0	0
Inventarios	723	720	872	1.004	1.349
Activos por impuestos corrientes	76	162	175	31	117
<b>TOTAL ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>4.947</b>	<b>5.576</b>	<b>6.592</b>	<b>7.441</b>	<b>6.664</b>
Otros activos financieros	0	0	0	0	33
Otros activos no financieros	15	15	17	20	21
Derechos por cobrar no corriente	543	699	596	673	609
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0	0	0	0	0
Activos intangibles distintos de plusvalía, neto	170	149	180	280	363
Propiedades, planta y equipo, neto	1.208	1.161	1.376	1.272	1.330
Activos por impuestos diferidos	428	481	660	908	973
<b>TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>2.365</b>	<b>2.506</b>	<b>2.829</b>	<b>3.153</b>	<b>3.329</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>7.312</b>	<b>8.081</b>	<b>9.421</b>	<b>10.594</b>	<b>9.993</b>
<b>PASIVOS</b>					
Otros pasivos financieros	1.209	1.131	2.245	438	545
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	996	1.524	1.600	1.883	1.287
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	61	165	172	117	38
Otras provisiones corrientes	41	58	60	62	44
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	48	105	137	144	117
Otros pasivos no financieros corrientes	0	0	34	59	75
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>2.355</b>	<b>2.983</b>	<b>4.249</b>	<b>2.703</b>	<b>2.106</b>
Otros pasivos financieros	1.184	1.036	534	2.966	2.742
Pasivo por impuestos diferidos	121	130	108	132	141
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	3	3	2	4	5
Otros pasivos no financieros no corrientes	0	0	138	108	87
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>1.309</b>	<b>1.168</b>	<b>782</b>	<b>3.209</b>	<b>2.974</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>3.663</b>	<b>4.151</b>	<b>5.032</b>	<b>5.912</b>	<b>5.080</b>
Capital emitido	3.529	3.445	3.397	3.315	3.279
Primas de emisión	0	0	79	77	76
Ganancias (pérdidas) acumuladas	91	457	824	1.217	1.450
Otras reservas	28	27	90	71	106
Patrimonio atribuible a los propietarios de la Controladora	3.649	3.929	4.389	4.681	4.912
Participaciones no controladoras	0	1	1	1	1
<b>Total patrimonio neto</b>	<b>3.649</b>	<b>3.930</b>	<b>4.390</b>	<b>4.682</b>	<b>4.913</b>
<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>7.312</b>	<b>8.081</b>	<b>9.421</b>	<b>10.594</b>	<b>9.993</b>

<b>ESTADO DE RESULTADOS INTEGRAL</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>sep-13</b>
Ingresos por actividades ordinarias	6.989	8.572	10.205	11.113	8.001
Ingresos Financieros	2.656	3.257	3.568	3.871	2.788
Ingresos Retail	4.333	5.314	6.637	7.242	5.213
Crecimiento Ingresos Financieros		23%	10%	9%	0%
Crecimiento Ingresos Retail		23%	25%	9%	10%
Costo de ventas	-4.525	-5.435	-6.378	-6.956	-4.944
Costo de ventas Financieros	-1.086	-1.304	-1.373	-1.630	-1.086
Costo de ventas Retail	-3.439	-4.130	-5.005	-5.327	-3.857
Depreciación y Amortización	-224	-233	-220	-265	-208
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>2.463</b>	<b>3.137</b>	<b>3.827</b>	<b>4.157</b>	<b>3.058</b>
Costos de distribución	-37	-43	-75	-96	-69
Gastos de administración	-2.033	-2.392	-2.924	-3.166	-2.373
Otras ganancias (pérdidas)	-33	-33	-49	-11	-5
<b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales</b>	<b>360</b>	<b>670</b>	<b>778</b>	<b>884</b>	<b>611</b>
Ingresos financieros	5	5	11	27	57
Costos financieros	-194	-87	-161	-273	-223
Diferencias de cambio	19	32	-17	30	-11
Resultado por unidades de reajuste	-8	18	4	5	-12
<b>Ganancia , antes de impuestos</b>	<b>181</b>	<b>638</b>	<b>616</b>	<b>673</b>	<b>422</b>
Gasto impuesto a las ganancias	-39	-114	-64	-82	-71
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controlad	0	0	0	0	0
<b>Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la cont</b>	<b>143</b>	<b>524</b>	<b>551</b>	<b>591</b>	<b>351</b>

## Anexo 2: Estados Financieros Hites (miles de \$)

<b>ACTIVOS</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>sep-13</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	13.683.803	11.867.903	14.536.808	40.333.935	17.319.775
Otros Activos Financieros Corrientes			7.600		10.615.565
Otros Activos no Financieros	630.010	1.174.171	1.498.579	1.972.446	1.781.460
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	72.549.265	87.658.866	107.570.855	104.010.109	90.308.384
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	1.973	1.973	1.973		
Inventarios	15.149.501	15.450.217	19.447.409	22.928.945	31.160.760
Activos por impuestos corrientes	1.589.411	3.477.278	3.905.103	709.624	2.695.657
<b>TOTAL ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>103.603.963</b>	<b>119.630.408</b>	<b>146.968.327</b>	<b>169.955.059</b>	<b>153.881.601</b>
Otros activos financieros					769.761
Otros activos no financieros	320.552	327.408	384.113	452.249	491.296
Derechos por cobrar no corriente	11.376.689	15.004.451	13.293.484	15.380.239	14.068.520
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	4.461	5.326	6.429		
Activos intangibles distintos de plusvalía, neto	3.566.061	3.190.192	4.011.741	6.387.143	8.372.196
Propiedades, planta y equipo, neto	25.299.014	24.910.338	30.668.131	29.061.175	30.708.078
Activos por impuestos diferidos	8.964.392	10.319.616	14.710.468	20.732.363	22.463.536
<b>TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>49.531.169</b>	<b>53.757.331</b>	<b>63.074.366</b>	<b>72.013.169</b>	<b>76.873.387</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>153.135.132</b>	<b>173.387.739</b>	<b>210.042.693</b>	<b>241.968.228</b>	<b>230.754.988</b>
<b>PASIVOS</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>sep-13</b>
Otros pasivos financieros	25.319.150	24.267.686	50.060.160	9.994.115	12.591.317
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	20.857.076	32.688.524	35.671.670	43.010.716	29.709.583
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	1.284.429	3.529.839	3.842.769	2.676.003	875.132
Otras provisiones corrientes	855.823	1.245.624	1.345.550	1.412.144	1.012.281
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	994.956	2.261.509	3.049.266	3.293.198	2.693.242
Otros pasivos no financieros corrientes			768.326	1.355.055	1.742.895
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>49.311.434</b>	<b>63.993.182</b>	<b>94.737.741</b>	<b>61.741.231</b>	<b>48.624.450</b>
Otros pasivos financieros	24.805.240	22.229.833	11.907.069	67.737.517	63.323.401
Pasivo por impuestos diferidos	2.527.403	2.786.578	2.418.809	3.012.994	3.251.937
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	71.389	53.778	42.588	85.737	110.525
Otros pasivos no financieros no corrientes			3.073.310	2.458.647	1.997.650
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>27.404.032</b>	<b>25.070.189</b>	<b>17.441.776</b>	<b>73.294.895</b>	<b>68.683.513</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>76.715.466</b>	<b>89.063.371</b>	<b>112.179.517</b>	<b>135.036.126</b>	<b>117.307.963</b>
Capital emitido	73.910.298	73.910.298	75.726.664	75.726.664	75.726.664
Primas de emisión			1.761.271	1.761.271	1.761.271
Ganancias (pérdidas) acumuladas	1.911.105	9.809.649	18.363.120	27.806.046	33.475.995
Otras reservas	589.121	589.121	2.000.437	1.616.055	2.453.147
Patrimonio atribuible a los propietarios de la Controladora	76.410.524	84.309.068	97.851.492	106.910.036	113.417.077
Participaciones no controladoras	9.142	15.300	11.684	22.066	29.948
<b>Total patrimonio neto</b>	<b>76.419.666</b>	<b>84.324.368</b>	<b>97.863.176</b>	<b>106.932.102</b>	<b>113.447.025</b>
<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>153.135.132</b>	<b>173.387.739</b>	<b>210.042.693</b>	<b>241.968.228</b>	<b>230.754.988</b>



<b>ESTADO DE RESULTADOS INTEGRAL</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>sep-13</b>
Ingresos por actividades ordinarias	146.360.306	183.910.997	227.512.020	253.830.651	184.760.023
Ingresos Financieros	55.616.916	69.886.179	79.539.857	88.424.797	64.386.033
Ingresos Retail	90.743.390	114.024.818	147.972.163	165.405.854	120.373.990
Costo de ventas	-94.775.953	-116.602.400	-142.197.283	-158.885.580	-114.153.469
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>51.584.353</b>	<b>67.308.597</b>	<b>85.314.737</b>	<b>94.945.071</b>	<b>70.606.554</b>
Costos de distribución	-775.197	-925.180	-1.671.837	-2.189.512	-1.587.681
Gastos de administración	-42.580.551	-51.320.792	-65.196.805	-72.322.572	-54.797.354
Otras ganancias (pérdidas)	-682.042	-697.597	-1.093.906	-245.858	-104.553
<b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales</b>	<b>7.546.563</b>	<b>14.365.028</b>	<b>17.352.189</b>	<b>20.187.129</b>	<b>14.116.966</b>
Ingresos financieros	102.990	110.068	243.722	618.438	1.309.860
Costos financieros	-4.071.434	-1.859.494	-3.581.645	-6.233.167	-5.146.256
Diferencias de cambio	396.341	684.011	-381.846	693.238	-248.362
Resultado por unidades de reajuste	-177.912	382.961	93.184	111.154	-287.246
<b>Ganancia , antes de impuestos</b>	<b>3.796.548</b>	<b>13.682.574</b>	<b>13.725.604</b>	<b>15.376.792</b>	<b>9.744.962</b>
Gasto impuesto a las ganancias	-806.340	-2.444.978	-1.432.750	-1.876.515	-1.637.154
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras			10.344	10.382	7.882
<b>Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la cont</b>	<b>2.990.208</b>	<b>11.237.596</b>	<b>12.282.510</b>	<b>13.489.895</b>	<b>8.099.926</b>