



“VALORIZACION DE EMPRESAS HITES S.A.”
Por Flujo de Caja

**VALORACION DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: Mauricio Calixto Gómez
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín

Santiago, Julio 2014

INDICE

INDICE	2
INDICE TABLAS	4
RESUMEN EJECUTIVO	5
CAPITULO 1: METODOLOGIA	6
1.1 Valoración por Flujo de Caja Descontados	6
CAPITULO 2: DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	8
2.1 Descripción de la Empresa.....	8
2.2 Descripción de la Industria	10
2.2.1 Tiendas por Departamento	11
2.2.2 Empresas comparables	18
CAPITULO 3: ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO Y LA INDUSTRIA.....	19
3.1 Análisis de Crecimiento	19
3.2 Análisis de Costo de la Operación	21
3.3 Análisis de Cuentas no Operacionales.....	22
3.4 Análisis de Activos	23
CAPITULO 4: PROYECCIÓN ESTADO DE RESULTADOS	24
4.1 Proyección de Ingresos de Operación	24
4.2 Proyección de Costos de Operación.....	24
4.3 Proyección de Resultado no Operacional	26
4.4 Ganancia Antes de Impuestos	26
4.5 Cálculo de Impuestos	27
4.6 Cálculo de Ganancias.....	27
CAPITULO 5: PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE	28
5.1 Inversión de Reposición y Nuevas Inversiones.....	28
5.2 Capital de Trabajo.....	29

5.3	Activos Prescindibles	30
5.4	Flujo de Caja Proyectado	30
CAPITULO 6: VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA FIRMA Y PRECIO DE ACCIÓN		31
CONCLUSION.....		33
BIBLIOGRAFÍA.....		35
ANEXOS		36

INDICE TABLAS

Tabla 1: 12 mayores accionistas	10
Tabla 2: Comparativo de Mercado	12
Tabla 3: Indicadores Falabella.....	14
Tabla 4: Indicadores Ripley	15
Tabla 5: Indicadores Cencosud	16
Tabla 6: Indicadores La Polar	17
Tabla 7: Crecimiento ventas de Hites	19
Tabla 8: Crecimiento ingresos de la Industria.....	19
Tabla 9: Detalle costos operacionales	22
Tabla 10: Cuentas No Operacionales.....	23
Tabla 11: Clasificación de Activos	23
Tabla 12: Proyección de Ingresos (MUF)	24
Tabla 13: Costos Operacionales 2009 a Sept-13 (MUF).....	25
Tabla 14: Estructura de Costos Proyectada (MUF)	25
Tabla 15: Proyección Partidas No Operacionales (MUF)	26
Tabla 16: Proyección Ganancia Antes de Impuestos (MUF).....	26
Tabla 17: Proyección de Impuestos (MUF)	27
Tabla 18: EERR Proyectado	27
Tabla 19: Inversión en Reposición y Capital Físico.....	28
Tabla 20: Permanencias Promedio	29
Tabla 21: Cuentas de la operación (CxC, Inventario y CxP)	29
Tabla 22: Necesidades de Capital de Trabajo	30
Tabla 23: Flujo de Caja Proyectado.....	30
Tabla 24: Flujo de Caja Libre y Valor Terminal.....	31
Tabla 25: Precio estimado acción Hites	31

RESUMEN EJECUTIVO

El presente informe tiene como objetivo estimar el valor de la compañía Empresas Hites S.A. mediante la utilización del método de valorización de Flujos de Caja Descontados.

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 de Flujos de Caja Descontados consiste principalmente en proyectar para el cierre del año 2013 y los períodos entre los años 2014-2017, los flujos de caja calculados desde la apertura del Estado de Resultados, descontados a una tasa estimada de costo de capital (WACC). La aplicación de este método arrojó como resultado un precio de la acción de Empresas Hites de \$325, mientras que 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 Flujos de Caja Descontados para obtener el valor de la empresa:

1.1 Valoración por Flujo de Caja Descontados

Es el método de valoración de empresas que más se utiliza, además de su aceptación práctica en el sistema de proyección del mercado financiero, ya que permite de mejor manera modelar los procesos de financiamiento e inversión que realizan las empresas, y el impacto en los distintos ítems operacionales.

Adicionalmente, permite establecer estimaciones de riesgo, rentabilidad y resultados de los proyectos que pueda estar ejecutando la firma, así como también de las mejoras operacionales, nuevos productos o acceso a nuevos mercados; permite cuantificar las expectativas que tienen los inversionistas respecto al valor accionario y/o el valor que tiene la empresa, respecto a sus propias características.

El Método de Flujos de Caja Descontados consiste en proyectar para el cierre del año 2013 y los períodos entre los años 2014-2017, los flujos de caja calculados desde la apertura del Estado de Resultados. Se consideraron las partidas que corresponden a flujos efectivos de caja dentro del Estado de Resultados, y en base a su evolución en los ejercicios analizados se estimó que mantendrían una tendencia similar en el futuro, proyectándolos de esta forma hasta el año 2017.

El flujo de caja libre nos permite identificar la procedencia de flujos, evaluar la generación de sinergias económicas/operativas, y la utilización de tasas a partir del costo de oportunidad de los recursos empleados.

Estos flujos llevados a una perpetuidad son traídos a valor presente, descontados a una tasa de costo de capital (WACC). Esta última, corresponde al promedio ponderado del costo patrimonial y el costo de la deuda, de acuerdo a una estructura de capital objetivo de la empresa. De esta forma, se obtiene el valor de la compañía en la actualidad, en base a sus flujos de caja esperados.

En resumen, el flujo de caja libre permite evaluar los ingresos percibidos por los proyectos de la empresa, descontando los efectos que tiene el financiamiento, el riesgo de los mismos, así como también el valor del dinero en el tiempo.

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.

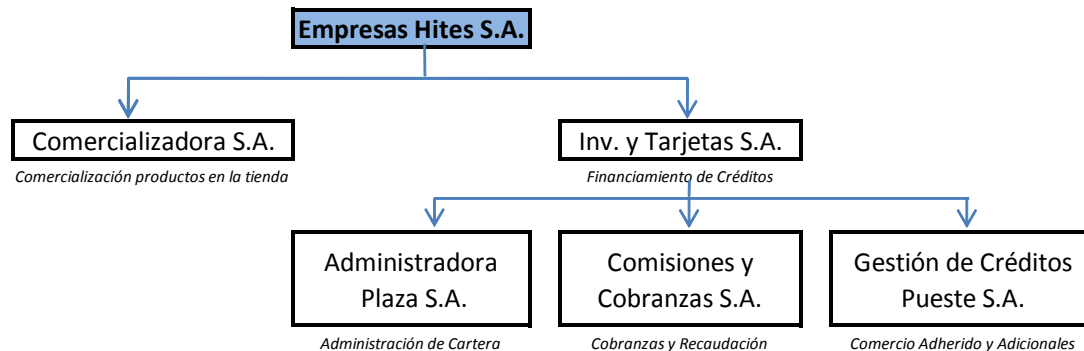
La sociedad está sujeta a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros. Esta entidad se registrará especialmente por las normas establecidas aplicables a las Sociedades Anónimas Abiertas establecidas en la Ley N° 18.046 y otras disposiciones legales.

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 1: 12 mayores accionistas

Accionistas	N° Acciones	Participación
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%
TOTAL 12 PRINCIPALES ACCIONISTAS	350.289.644	92,90%

Período: 09 / 2013 (Ultimo Período Informado)

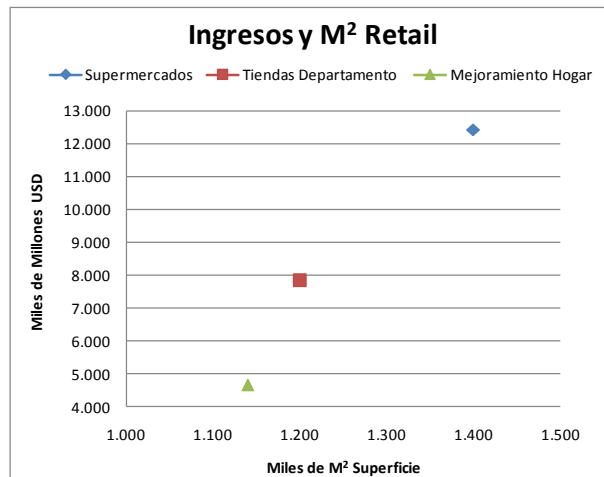
Los accionistas controladores corresponden a los señores Isaac Hites Averbuck (por medio de la sociedad Inversiones Niágara S.A., y Hershale Alex Hites Averbuck (Inversiones Paluma Uno Ltda.).

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 2: Comparativo de Mercado

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

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 3: Indicadores Falabella

Falabella	M\$		
	2012	sep-12	sep-13
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
DEUDA VALOR LIBRO	M\$		
	2012	sep-12	sep-13
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
DEUDA VALOR LIBRO	4.903.512.515	4.501.209.643	5.113.679.145
EBIT	M\$		
	2012	sep-12	sep-13
+ 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
= EBIT	568.480.559	357.258.734	411.287.188

➤ 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 4: Indicadores Ripley

Ripley	M\$		
	2012	sep-12	sep-13
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
DEUDA VALOR LIBRO	M\$		
	2012	sep-12	sep-13
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
DEUDA VALOR LIBRO	1.035.919.713	940.054.419	993.834.318
EBIT	M\$		
	2012	sep-12	sep-13
+ 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
= EBIT	32.709.554	9.772.484	12.676.846

➤ **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 5: 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
DEUDA VALOR LIBRO	M\$		
	2012	sep-12	sep-13
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
DEUDA VALOR LIBRO	5.817.383.861	4.043.196.869	4.932.266.575
EBIT	M\$		
	2012	sep-12	sep-13
+ 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
= EBIT	607.866.371	385.548.295	305.213.245

➤ 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 6: 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
DEUDA VALOR LIBRO	305.131.584	571.654.610	278.726.802

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
= EBIT	-51.214.356	-52.933.244	-10.834.268

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”.

CAPITULO 3: ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO Y LA INDUSTRIA

3.1 Análisis de Crecimiento

a) Tasas de Crecimiento reales de las ventas de Hites

Utilizando la información histórica de las ventas de la empresa entre los años 2009 y 2013, se determinaron las siguientes tasas de crecimiento (sep-13 se estimó respecto sep-12). Adicionalmente, se proyectó el 2013, según el promedio de los últimos 4 periodos (considerando estacionalidad del último trimestre).

Tabla 7: Crecimiento ventas de Hites

INGRESOS OPERACIONALES	2010	2011	2012	Sep-13	2013P
Ingresos Financieros	23%	10%	9%	0%	10%
Ingresos Retail	23%	25%	9%	10%	17%

b) 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, con similar criterio que el punto anterior (último trimestre con mayor estacionalidad).

Tabla 8: Crecimiento ingresos de la Industria

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

c) 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 m² (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).

3.2 Análisis de Costo de la Operación

Los costos de operación de una empresa se definen como aquellos costos directos e indirectos necesarios para la entrega de los bienes/servicios ofrecidos y vendidos por una entidad en particular, de acuerdo con la actividad principal que ésta desarrolla, en un período determinado, según establecen las normas legales vigentes.

a) Costos de la Operación

Los Costos de Explotación se dividen en dos categorías:

➤ **Costo del Segmento Retail:** es el relacionado a la venta al detalle de productos de vestuario, accesorios y artículos para el hogar a través de sus multitiendas por departamento.

➤ Costo del Segmento Financiero: es el asociado al 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 avance en efectivo (Segmento Financiero).

El resto de los costos de operación corresponden a Costos de Distribución, Gastos de Administración, y la partida Depreciación y Amortización (contabilizada dentro de los costos de explotación).

b) **Detalle de Costos de la Operación**

El detalle de los costos de operación de la empresa, utilizando la información histórica entre los años 2009 y 2013, es el siguiente:

Tabla 9: Detalle costos operacionales

COSTO DE OPERACIÓN	2009	2010	2011	2012	Sep-13
Costo de ventas Financieras	-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
Costo de distribución	-37	-43	-75	-96	-69
Gastos de administración	-2.033	-2.392	-2.924	-3.166	-2.373

3.3 Análisis de Cuentas no Operacionales

Se identificó si alguna de las cuentas no operacionales (que no pertenecen al giro principal de la empresa) en el estado de resultados, son de carácter recurrente. La distinción entre cuentas operacionales y no operacionales, se realizó en base al criterio de considerar partidas operacionales a aquellas que guarden directa relación con el giro principal de la empresa.

Por otro lado, clasificaremos como no recurrentes, a aquellas partidas de carácter inusual o poco frecuente. Contrario a esto, consideraremos partidas recurrentes a aquellas factibles de observarse periódicamente.

Durante los ejercicios analizados, no se observan partidas que presenten un comportamiento recurrente.

Tabla 10: Cuentas No Operacionales

CUENTAS NO OPERACIONALES	2009	2010	2011	2012	Sep-13
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

3.4 Análisis de Activos

Según se pudo observar de las cifras a Sep-13, no existen activos que pudiesen ser clasificados como no operacionales.

Tabla 11: Clasificación de Activos

ACTIVOS	Operacionales	No Operacionales
Efectivo y equivalentes al efectivo	x	
Otros Activos Financieros corrientes	x	
Otros Activos no Financieros corrientes	x	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	x	
Inventarios	x	
Activos por impuestos corrientes	x	
Otros Activos Financieros no corrientes	x	
Otros activos no financieros no corrientes	x	
Derechos por cobrar no corrientes	x	
Activos intangibles distintos de plusvalía	x	
Propiedades, planta y equipo	x	
Activos por impuestos diferidos	x	

CAPITULO 4: PROYECCIÓN ESTADO DE RESULTADOS

4.1 Proyección de Ingresos de Operación

Como se pudo observar en el Capítulo 3, con respecto a la información de crecimientos de la empresa y la industria, Hites presenta un comportamiento distinto del promedio, que se ve influenciado mayormente por los principales actores del sector (Falabella, Cencosud y Falabella), de los cuales difiere respecto a las características más relevantes (segmentación de clientes, cobertura geográfica y unidades de negocio).

Por lo tanto, se consideró para la proyección de los ingresos desde el IV trimestre del 2013, el promedio de la empresa durante los últimos años en los segmentos financiero (10%) y retail (17%). Cabe señalar que el IV trimestre del 2013 incluye además el efecto de estacionalidad recogido del ejercicio anterior.

Tabla 12: Proyección de Ingresos (MUF)

INGRESOS PROYECTADOS	sep-13	IV Trim 2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos Financieros	2.788	1.473	4.690	5.162	5.681	6.253	6.882
Ingresos Retail	5.213	3.241	9.870	11.522	13.451	15.703	18.332
Ingresos Totales	8.001	4.714	14.559	16.684	19.132	21.956	25.214

4.2 Proyección de Costos de Operación

Como se puede apreciar en la Tabla 13, los costos de operación se mantienen dentro de cierta proporción respecto a las ventas, de tal manera que su variabilidad está asociada a la evolución de los ingresos de la compañía. De esta forma, se ha determinado que los valores promedio presentados representan de manera adecuada el valor considerado para realizar la proyección.

Cabe señalar que los costos de explotación del negocio financiero fueron estimados en base a los ingresos del negocio financiero, y los costos del negocio retail respecto a los

ingresos del negocio retail. El resto de los costos operacionales se estimaron del total de ingresos, a excepción de la partida Depreciación y Amortización, la cual se proyectó constante debido a que se estimó que relaciona de mayor manera con la evolución de los activos fijos.

Tabla 13: Costos Operacionales 2009 a Sept-13 (MUF)

COSTOS OPERACIÓN REALES	2009	2010	2011	2012	Sept-13	Promedio
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	
Costo de ventas Financieros	-1.086	-1.304	-1.373	-1.630	-1.086	
<i>Cto. Vta. Financ. / Ing. Financ.</i>	<i>41%</i>	<i>40%</i>	<i>38%</i>	<i>42%</i>	<i>39%</i>	<i>40%</i>
Costo de ventas Retail	-3.439	-4.130	-5.005	-5.327	-3.857	
<i>Cto. Vta. Retail / Ing. Retail</i>	<i>79%</i>	<i>78%</i>	<i>75%</i>	<i>74%</i>	<i>74%</i>	<i>76%</i>
Depreciación y Amortización	-224	-233	-220	-265	-208	
<i>Dep. y Amort. / Ingresos Totales</i>	<i>-3%</i>	<i>-3%</i>	<i>-2%</i>	<i>-2%</i>	<i>-3%</i>	<i>-3%</i>
Costos de distribución	-37	-43	-75	-96	-69	
<i>Cto. de distrib. / Ingresos Totales</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>
Gastos de administración	-2.033	-2.392	-2.924	-3.166	-2.373	
<i>Gtos. de adm. / Ingresos Totales</i>	<i>29%</i>	<i>28%</i>	<i>29%</i>	<i>28%</i>	<i>30%</i>	<i>29%</i>

A continuación se presenta la proyección de los costos de explotación (separados en los segmentos retail y financiero), así como los gastos de administración y ventas.

Tabla 14: Estructura de Costos Proyectada (MUF)

COSTOS PROYECTADOS	sep-13	IV Trim 2013	2014	2015	2016	2017	2018
Costo de Ventas Financieros	-1.086	-590	-1.880	-2.069	-2.278	-2.507	-2.758
Costo de Ventas Retail	-3.857	-2.464	-7.502	-8.758	-10.224	-11.936	-13.965
Depreciación y Amortización	-208	-57	-265	-265	-265	-265	-265
Costos de Distribución	-69	-33	-102	-116	-134	-153	-176
Gastos de administración	-2.373	-1.356	-4.187	-4.798	-5.503	-6.315	-7.252

4.3 Proyección de Resultado no Operacional

Debido a que no se determinaron partidas de carácter recurrente, la proyección de las partidas no operacionales se realizó con el valor anualizado observado a Sep-13.

Tabla 15: Proyección Partidas No Operacionales (MUF)

PARTIDAS NO OPERACIONALES	sep-13	IV Trim 2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos financieros	57	19	76	76	76	76	76
Costos financieros	-223	-50	-273	-273	-273	-273	-273
Diferencias de cambio	-11	-4	0	0	0	0	0
Resultado por unidades de reajuste	-17	-6	0	0	0	0	0

4.4 Ganancia Antes de Impuestos

Tabla 16: Proyección Ganancia Antes de Impuestos (MUF)

GANANCIA ANTES DE IMPUESTO	sep-13	IV Trim-13	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos Totales	8.001	4.714	14.559	16.684	19.132	21.956	25.214
Costo de ventas Financieros	-1.086	-590	-1.880	-2.069	-2.278	-2.507	-2.758
Costo de ventas Retail	-3.857	-2.464	-7.502	-8.758	-10.224	-11.936	-13.965
Depreciación y Amortización	-208	-57	-265	-265	-265	-265	-265
Costos de distribución	-69	-33	-102	-116	-134	-153	-176
Gastos de administración	-2.373	-1.356	-4.187	-4.798	-5.503	-6.315	-7.252
Ingresos financieros	57	19	76	76	76	76	76
Costos financieros	-223	-50	-273	-273	-273	-273	-273
Diferencias de cambio	-11	-4	0	0	0	0	0
Resultado por unidades de reajuste	-17	-6	0	0	0	0	0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTO	422	231	691	744	797	848	866

Cabe señalar que la depreciación y amortización se encuentran dentro de los costos de explotación, por lo que no se deben sumar para estimar el resultado antes de impuestos.

4.5 Cálculo de Impuestos

Tabla 17: Proyección de Impuestos (MUF)

IMPUESTOS	sep-13	IV Trim-13	2014	2015	2016	2017	2018
Gasto impuesto a las ganancias	-71	-46	-138	-149	-159	-170	-173

4.6 Cálculo de Ganancias

Tabla 18: EERR Proyectado

EERR (MUF)	sep-13	IV Trim-13	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos Totales	8.001	4.714	14.559	16.684	19.132	21.956	25.214
Costo de ventas Financieros	-1.086	-590	-1.880	-2.069	-2.278	-2.507	-2.758
Costo de ventas Retail	-3.857	-2.464	-7.502	-8.758	-10.224	-11.936	-13.965
Depreciación y Amortización ⁽¹⁾	-208	-57	-265	-265	-265	-265	-265
Costos de distribución	-69	-33	-102	-116	-134	-153	-176
Gastos de administración	-2.373	-1.356	-4.187	-4.798	-5.503	-6.315	-7.252
Ingresos financieros	57	19	76	76	76	76	76
Costos financieros	-223	-50	-273	-273	-273	-273	-273
Diferencias de cambio	-11	-4	0	0	0	0	0
Resultado por unidades de reajuste	-17	-6	0	0	0	0	0
Resultado Antes de Impuesto	422	231	691	744	797	848	866
Gasto impuesto a las ganancias	-71	-46	-138	-149	-159	-170	-173
Ganancias atribuible a propietarios controladora	351	184	552	595	637	678	692

(1) Depreciación y amortización del IV Trim. 2013 en base a datos a Sept-13 , y constante para los años proyectados.

Las Ganancias atribuibles a los propietarios de la controladora corresponden, durante los últimos 3 años, al 99,9% de las ganancias totales registradas en estados financieros consolidados de Hites.

CAPITULO 5: PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

5.1 Inversión de Reposición y Nuevas Inversiones

Según estados financieros de los últimos cinco periodos, el aumento en activo fijo neto promedio asciende aprox. a MUF 260 anuales (depreciación ejercicio + aumento en activo fijo), situación que se explica por la inversión en reposición y nuevas inversiones.

Para el flujo de caja proyectado, se estimó un valor similar al 100% de la depreciación, el que representa tanto la inversión en reposición como la inversión en capital físico total histórico. De esta forma, la inversión de reposición calculada es el 75% del valor de la depreciación de cada periodo (2013 al 2017), mientras que para el año 2018 (perpetuidad) es el 100% de la depreciación.

Por su parte, y acorde al plan de expansión de apertura de tiendas, se consideró un incremento en activo fijo anual del 5% como inversión en capital físico, similar a lo observado a Sep-13.

Tabla 19: Inversión en Reposición y Capital Físico

INV. EN ACTIVO FIJO (MUF)	Sep-13	IV Trim-13	2014	2015	2016	2017	2018
Inversión en Reposición	156	43	199	199	199	199	265
Inversión en Capital Físico	58	14	60	63	66	69	0
Total	213	57	259	262	264	267	265

- Inversión de Reposición: el 75% del valor de la depreciación de cada periodo.
- Nuevas Inversiones: Acorde al plan de expansión de apertura de tiendas hasta el 2015, considerando un incremento en activo fijo anual del 5%.

5.2 Capital de Trabajo

Para estimar las necesidades de capital de trabajo, se calcularon las permanencias promedio que ha exhibido Hites los últimos cinco periodos (156 días de CxC, 53 días de Inventario y 85 días de CxP).

Tabla 20: Permanencias Promedio

Capital de Trabajo	Anualizado					Prom
	2009	2010	2011	2012	Sep-13	
CxC	3.464	4.086	4.825	4.554	3.911	
Inventarios	723	720	872	1.004	1.349	
CxP	996	1.524	1.600	1.883	1.287	
$\Delta K^{\circ}T^{\circ}$	3.192	3.282	4.097	3.675	3.974	
<i>Perm. CxC (días)</i>	178	172	170	148	111	156
<i>Perm. Inventario (días)</i>	58	48	49	52	59	53
<i>Perm. CxP (días)</i>	79	101	90	97	56	85
Ciclo de Trabajo (días)	157	118	129	102	113	124

A partir de las permanencia promedio, se estimaron los montos de las cuentas relacionadas a la operación (CxC, Inventario y CxP), para posteriormente conocer la necesidad de financiamiento anual.

Tabla 21: Cuentas de la operación (CxC, Inventario y CxP)

Capital de Trabajo	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CxC	3.911	4.478	5.132	5.885	6.753	7.755
Inventarios	1.306	1.532	1.768	2.042	2.359	2.731
CxP	1.245	1.461	1.686	1.947	2.249	2.604
CxC + I - CxP (MUF)	3.972	4.550	5.214	5.980	6.863	7.883

El ciclo de capital de trabajo de Hites es de 124 días promedio, estimándose las siguientes necesidades:

Tabla 22: Necesidades de Capital de Trabajo

Capital de Trabajo	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Δ +/- Capital de Trabajo	-	-182	-209	-241	-278	0

5.3 Activos Prescindibles

No se consideraron activos prescindibles en la empresa evaluada.

5.4 Flujo de Caja Proyectado

Según la proyección del estado de resultados (CAPITULO 4: PROYECCIÓN ESTADO DE RESULTADOS), además de los criterios utilizados en términos de inversión (reposición y capital físico) y Capital de Trabajo, se estimó el flujo de caja proyectado para los periodos 2014 al 2018.

Tabla 23: Flujo de Caja Proyectado

FLUJO DE CAJA (MUF)	Sep-13	IV Trim-13	2014	2015	2016	2017	2018
Ganancias atribuible a propietarios controladora	351	184	552	595	637	678	692
Depreciación y Amortización	208	57	265	265	265	265	265
Ingresos financieros	-45	-15	-61	-61	-61	-61	-61
Costos financieros	178	40	218	218	218	218	218
Diferencias de cambio	11	4	0	0	0	0	0
Resultado por unidades de reajuste	17	6	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Bruto	719	276	975	1.017	1.059	1.100	1.115
Inversión en Reposición ⁽²⁾	-156	-43	-199	-199	-199	-199	-265
Inversión en Capital Físico ⁽³⁾	-58	-14	-60	-63	-66	-69	0
Aumentos y Disminuciones Capital de Trabajo ⁽⁴⁾	-70	-23	-182	-209	-241	-278	0
Flujo de Caja Libre	436	195	534	546	554	554	850
Valor Terminal						7.129	
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	436	195	534	546	554	7.683	

(2) Se estimó la inversión de reposición como el 75% del valor de la depreciación de cada periodo (2013 al 2017); 2018 100% Depreciación.

(3) Acorde a plan expansión de apertura tiendas, considerando un incremento en activo fijo anual del 5%, similar a lo observado a Sep-13.

(4) Aumentos y Disminuciones Capital de Trabajo: Se consideró la cantidad de días promedio de los últimos cinco periodos.

CAPITULO 6: VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA FIRMA Y PRECIO DE ACCIÓN

6.1 Valoración económica del precio de la acción.

Según los supuestos y datos anteriormente descritos, se estimó el flujo de caja libre:

Tabla 24: Flujo de Caja Libre y Valor Terminal

FLUJO DE CAJA (MUF)	IV Trim 2013	2014	2015	2016	2017	2018
Flujo de Caja Libre	195	534	546	554	554	850
Valor Terminal						7.129
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	195	534	546	554	554	7.979

Considerando el Flujo de Caja Bruto proyectado para el año 2018, además del costo de capital (11,92%), se determinó el valor terminal de Hites.

Valor Terminal Hites	MUF
Flujo de Caja Bruto	1.115
Inversión en Reposición	-265
Inversión en Capital Físico	0
Δ de capital de trabajo	0
Ko	11,92%
Valor Terminal*	7.129

* Perpetuidad sin crecimiento

Finalmente se estima el valor presente neto de los flujos:

Tabla 25: Precio estimado acción Hites

Valoración Económica del Patrimonio	MUF
Valor actual de los activos a Sep-13	6.644
Activos Prescindibles	0
Deuda Financiera	3.288
Patrimonio económico (miles de UF)	3.357
Número de acciones	238.450.299
Valor UF 30.09.2013	23.091,03
Precio estimado (\$)	325,0

Con los cálculos realizados, el precio de la acción de Hites obtenido mediante el “Método de Valoración por Flujos de Caja Descontados” es de \$ 325, 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 uno de los métodos más utilizados para este fin, Valoración por Flujos de Caja Descontados, el que considera la proyección de los flujos de caja históricos de la empresa a una perpetuidad traída a valor presente.

La importancia de este método radica en que se sustenta en un principio fundamental de las finanzas, donde el valor de una empresa proviene de sus flujos futuros¹, siendo además un método que recoge únicamente información propia de la empresa.

De esta forma, el resultado fue un precio estimado de \$ 325, 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%.

¹La teoría de las inversiones de valor, John Burr Williams, 1938.



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 su verdadero valor, lo cual se ha podido comprobar 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)

ACTIVOS	2009	2010	2011	2012	sep-13
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
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	4.947	5.576	6.592	7.441	6.664
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
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	2.365	2.506	2.829	3.153	3.329
TOTAL ACTIVOS	7.312	8.081	9.421	10.594	9.993
PASIVOS					
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
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	2.355	2.983	4.249	2.703	2.106
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
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	1.309	1.168	782	3.209	2.974
TOTAL PASIVOS	3.663	4.151	5.032	5.912	5.080
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
Total patrimonio neto	3.649	3.930	4.390	4.682	4.913
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO NETO	7.312	8.081	9.421	10.594	9.993

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRAL	2009	2010	2011	2012	sep-13
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
Ganancia Bruta	2.463	3.137	3.827	4.157	3.058
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
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	360	670	778	884	611
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
Ganancia , antes de impuestos	181	638	616	673	422
Gasto impuesto a las ganancias	-39	-114	-64	-82	-71
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controlad	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la cont	143	524	551	591	351

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

ACTIVOS	2009	2010	2011	2012	sep-13
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
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	103.603.963	119.630.408	146.968.327	169.955.059	153.881.601
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
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	49.531.169	53.757.331	63.074.366	72.013.169	76.873.387
TOTAL ACTIVOS	153.135.132	173.387.739	210.042.693	241.968.228	230.754.988
PASIVOS	2009	2010	2011	2012	sep-13
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
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	49.311.434	63.993.182	94.737.741	61.741.231	48.624.450
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
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	27.404.032	25.070.189	17.441.776	73.294.895	68.683.513
TOTAL PASIVOS	76.715.466	89.063.371	112.179.517	135.036.126	117.307.963
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
Total patrimonio neto	76.419.666	84.324.368	97.863.176	106.932.102	113.447.025
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO NETO	153.135.132	173.387.739	210.042.693	241.968.228	230.754.988

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRAL	2009	2010	2011	2012	sep-13
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
Ganancia Bruta	51.584.353	67.308.597	85.314.737	94.945.071	70.606.554
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
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	7.546.563	14.365.028	17.352.189	20.187.129	14.116.966
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
Ganancia , antes de impuestos	3.796.548	13.682.574	13.725.604	15.376.792	9.744.962
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
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la conti	2.990.208	11.237.596	12.282.510	13.489.895	8.099.926