



**“VALORACIÓN DE EMPRESAS HITES S.A.”
MEDIANTE MÉTODO DE “FLUJOS DE CAJA”**

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

Alumno: Roberto Madrid Godoy

Profesor Guía: Francisco Marcet

Santiago, Noviembre de 2019

Dedicatoria

Desde lo más profundo de mi alma, a Sergio, padres, hermanas y amigos, por su infinito amor y paciencia en todo este ciclo. Sin el soporte de cada uno de ustedes, esto no habría sido posible.

TABLA DE CONTENIDO

INDICE DE TABLAS	3
RESUMEN EJECUTIVO	4
CAPÍTULO 1: METODOLOGÍA	5
1.1 Valoración por Método de Flujos de Caja Descontados	5
CAPÍTULO 2: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	9
2.1 Descripción de la Empresa	9
2.2 Descripción de la Industria	11
2.2.1 Tiendas por Departamento	12
CAPÍTULO 3: DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	17
CAPÍTULO 4: ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	21
4.1 Deuda Financiera	21
4.2 Patrimonio Económico	21
4.3 Estructura de Capital	22
CAPÍTULO 5: ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA	24
5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa	24
5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa	25
5.2.1 Costo de la Deuda (k_b)	25
5.2.2 Beta de la Deuda (β_b)	25
5.2.3 Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)	25
5.2.4 Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)	26
5.2.5 Beta Patrimonial Con Deuda ($\beta_p^{C/D}$)	26
5.2.6 Costo Patrimonial (k_p)	27
5.2.7 Costo de Capital (k_0)	27
CAPÍTULO 6: ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA	28

6.1 Análisis de Crecimiento	30
6.2 Análisis de Costo de la Operación.....	31
6.3 Análisis de Cuentas no Operacionales	32
6.4 Análisis de Activos.....	32
CAPÍTULO 7: PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS	35
7.1 Proyección de Ingresos de Operación	35
7.2 Proyección de Costos de Operación	36
7.3 Proyección de Resultado no Operacional	37
7.4 EERR proyectado.....	37
CAPÍTULO 8: PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE	39
8.1 Depreciación y Amortización de Intangibles	39
8.2 Inversión de Reposición y Nuevas Inversiones	39
8.2 Capital de Trabajo	40
8.3 Activos Prescindibles	41
8.4 Flujo de Caja Proyectado	41
CAPÍTULO 9: VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA FIRMA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN.....	43
CONCLUSIÓN.....	45
BIBLIOGRAFÍA.....	46
ANEXOS.....	47
Estado Financieros Hites (miles de CLP y miles de UF)	47
Estado de Resultados Hites (miles de CLP y miles de UF)	48
Estado de Resultados Hites Proyectado (miles de CLP y miles de UF)	49
Valores Unidades de Fomento utilizados.....	49

INDICE DE TABLAS

Tabla 1: 12 mayores accionistas	11
Tabla 2: Composición monedas Deuda Financiera	18
Tabla 3: Bono Serie B	18
Tabla 4: Bono Serie C	19
Tabla 5: Deuda Financiera.....	21
Tabla 6: Acciones suscritas y pagadas y Patrimonio Económico	22
Tabla 7: Estructura de Capital	22
Tabla 8: Ratios de Estructura de Capital	22
Tabla 9: Estructura de Capital Objetivo	23
Tabla 10: Beta de la acción del periodo y presencia bursátil.....	24
Tabla 11: EERR en términos porcentuales	28
Tabla 12: Estado de situación financiera en términos porcentuales.....	29
Tabla 13: Análisis de crecimiento Hites	30
Tabla 14: Análisis de crecimiento benchmark	30
Tabla 15: Costos de Operación Hites	32
Tabla 16: Cuentas No Operacionales Hites.....	32
Tabla 17: Activos operacionales y no operacionales	33
Tabla 18: Promedio crecimiento benchmark.....	35
Tabla 19: Proyección ingresos de operación	35
Tabla 20: Proyección costos de operación.....	37
Tabla 21: Proyección Resultado no operacional.....	37
Tabla 22: Proyección EERR.....	37
Tabla 23: Depreciación y amortización de intangibles	39
Tabla 24: Estimación de depreciación y amortización de intangibles	39
Tabla 25: Depreciación sobre activos fijos.....	40
Tabla 26: Estimación de inversión en reposición y nuevas inversiones	40
Tabla 27: Estimación del capital de trabajo requerido	41
Tabla 28: Estimación del capital de trabajo requerido	41
Tabla 29: Flujo de Caja Libre proyectado.....	42
Tabla 30: Valor económico de la empresa.....	43
Tabla 31: Valoración del precio de la acción por FCD.....	43

RESUMEN EJECUTIVO

El trabajo que se presentará a continuación, tiene como fin lograr determinar una valoración de Empresas Hites S.A., al mes de septiembre de 2018, utilizando la información de los Estados Financieros (EEFF) públicos de la compañía. Ahora bien, cuando se menciona que se realizará una valoración a esta empresa, queremos decir que se estimará el valor que debería tener la empresa (teóricamente hablando) en el mercado.

Es importante mencionar que, para lograr esta valoración se deben tener una serie de aspectos en consideración como, por ejemplo, conocer y disponer de información relevante de la industria y del negocio en el cual se encuentra la empresa del análisis. Esto último será de gran ayuda debido a que, para poder obtener una buena estimación, se requerirá proyectar los EEFF de la compañía lo más cercano posible a la realidad.

Respecto a cómo se realizará la valoración a la empresa, en la actualidad existen variadas metodologías para realizarlo, las cuales dependerán obviamente del tipo de industria y negocio que se analiza. Para nuestro caso, se utilizará el Método de Flujos de Caja Descontados, el cual posee como una de sus principales características, el que se debe realizar una proyección de los Estados de Resultados de la empresa.

Para poder determinar todo lo ya mencionado, a lo largo de este documento será presentada toda la información tanto de la empresa, así como del negocio y de la industria en la cual participa. Con ello, se dará sustento al precio por acción igual a \$496 que resultó de todo este análisis, el cual fue menor, en aproximadamente un 18%, al valor real de la acción para el 28-09-2018 que alcanzó los \$605. Por lo tanto, con ese precio de acción podremos concluir que a esa fecha el valor real estaba siendo sobrevalorado. Por otro lado, al realizar una comparación con el valor al cierre del primer semestre del año 2019 (28-06-2019) que alcanzó los \$452, entonces observamos la tendencia que muestra la acción de la compañía, y que ya fue demostrada con el análisis al 28-09-2018, es decir, a esa fecha la acción estaba siendo sobrevalorada por el mercado, y con el paso del tiempo se ha realizado un ajuste paulatino en su valor.

CAPÍTULO 1: METODOLOGÍA

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos y, además, dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y es así como veremos, más adelante, que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

No concentraremos en adelante en el método de flujos de caja descontados, el cual es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador de flujos, y por ello como un activo financiero.

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 Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujos de Caja Descontados está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

Así, mientras la valoración por Flujo de Caja Descontados es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por Flujo de Caja Descontados. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.³

En un Flujo de Caja Descontados, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un Flujo de Caja Descontados será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de Flujo de Caja Descontados son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un Flujo de Caja Descontados generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

³ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de Flujo de Caja Descontados, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar Flujo de Caja Descontados para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de

capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

CAPÍTULO 2: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

2.1 Descripción de la Empresa

Empresas Hites S.A. (en adelante, Hites) opera en 2 negocios. Primero, en el negocio del retail operando a través de sus 23 multitiendas a lo largo de todo Chile y, segundo, en el negocio financiero, a través del financiamiento que presta a sus clientes a través de la tarjeta Hites (de su propiedad), tanto para la compra de productos en sus propias tiendas como en comercios asociados y, también, en la recaudación de primas de pólizas de seguro que sus clientes contratan con ellos.

La compañía fue constituida el año 1940 por los hermanos Alex e Isaac Hites, abriendo su primer local, en el centro de Santiago. Ya por el año 1990, la compañía comenzó la venta a crédito, la cual fue impulsada gracias a una mayor estructuración interna, además de una fuerte aparición de tecnologías de información. Luego, el año 2000, se crea oficialmente Empresas Hites S.A., inscribiéndose en los registros de la Superintendencia de Valores y Seguros, SVS, lo que hoy es la actual Comisión para el Mercado Financiero (CMF) recién el año 2008.

Hites está sujeta a la fiscalización de la CMF, particularmente por las normas establecidas para las Sociedades Anónimas Abiertas en la Ley N° 18.046, además de otras disposiciones legales. Adicionalmente, a contar del año 2015 también está bajo supervisión de la SBIF, por la inclusión de la compañía en el “Registro de Emisores y Operadores de Tarjetas de Crédito”, a través de las subsidiarias Inversiones y Tarjetas S.A. como Emisora de Tarjetas de Créditos no Bancarias, bajo la clasificación de “Emisores que registren pagos relevantes” y, a su vez, de Administradora Plaza S.A. como Operadora de Tarjetas de Crédito no Bancarias, bajo la clasificación de “Otros Operadores”.

El negocio de Hites está estructurado de la siguiente forma:

- ✓ **Comercializadora S.A.:** es la filial que adquiere tanto en Chile como en el extranjero los productos que se comercializan en las 23 tiendas que posee Hites

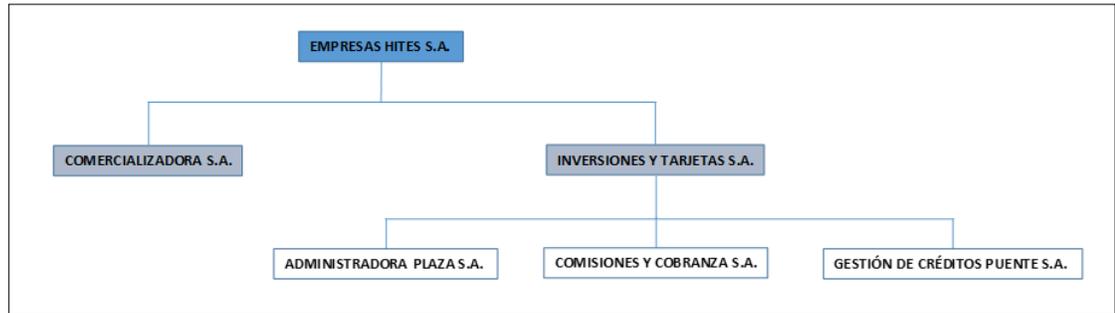
a lo largo de Chile. Además de adquirir estos productos, los publicita, anuncia, promueve y los pone a disposición de los clientes. Por último, es la encargada del arrendamiento de las tiendas, y por ello es la filial que concentra la mayor cantidad de gastos en términos de personal, arriendos e infraestructura.

- ✓ **Inversiones y Tarjetas S.A.:** a través de esta filial se financian en forma directa los créditos que se otorgan a los clientes por efecto de las ventas de productos y servicios comercializados en la cadena, así como también de las colocaciones de dinero en efectivo que se efectúan, principalmente, a través de los llamados “Avance en Efectivo” y “Full Emergencia”. Además, financia las colocaciones generadas a través del comercio adherido, que se concretan en más de 16.426 puntos de venta habilitados en cerca de 8.000 comercios asociados que tienen vigente como medio de pago la tarjeta Hites.

- ✓ **Administradora Plaza S.A.:** es la filial que efectúa las funciones de administración de los servicios de la tarjeta Hites, y considera también los servicios de autorización de las transacciones que efectúen los clientes y los actos de administración conducentes al pago de las prestaciones que se adeuden a los comercios adheridos.

- ✓ **Comisiones y Cobranzas S.A.:** es la filial encargada de los servicios de cobranza para los créditos morosos.

- ✓ **Gestión de Créditos Puente S.A.:** es la filial encargada de la labor de desarrollo de la cartera de servicios a los que pueden acceder los clientes de Hites, que es la promotora del comercio adherido y de los productos adicionales de la tarjeta Hites.



Por último, respecto a la propiedad de Hites, los 12 mayores accionistas son:

Tabla 1: 12 mayores accionistas

Accionista	N° de acciones	% de propiedad
INVERSIONES NIAGARA SA	110.803.852	29,38%
INVERSIONES PALUMA UNO LIMITADA	81.406.591	21,59%
BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION(CTA.NUEVA)	38.953.468	10,33%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	38.843.862	10,30%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	28.096.007	7,45%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	18.759.154	4,97%
FONDO DE INVERSION SANTANDER SMALL CAP	12.210.957	3,24%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	5.580.239	1,48%
CHILE FONDO DE INVERSION SMALL CAP	4.612.628	1,22%
BCI SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	3.378.245	0,90%
BTG PACTUAL CHILE S A C DE B	3.196.327	0,85%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	3.133.303	0,83%
Total 12 principales accionistas	348.974.633	92,54%

Datos a septiembre de 2018

2.2 Descripción de la Industria

El mercado del retail en Chile está dominado por 3 grandes compañías, las cuales no solo operan en Chile, sino que también en otros países de Latinoamérica. Las empresas citadas son Falabella, Cencosud y Ripley.

En los últimos años, este sector ha comenzado a sentir los efectos de los cambios en las preferencias del consumidor, los cuales han ido de la mano de una explosión de cambios en la experiencia de compra, principalmente por la irrupción de las tecnologías de información. Hoy en día, las personas ya están dejando de comprar físicamente en las tiendas, debido a que prefieren realizarlo a través de internet; un celular, un notebook o aplicaciones móviles. Todas esas opciones han provocado un importante cambio en cómo las empresas de *retail*, tanto en Chile como el mundo, han debido modificar el foco de sus inversiones en, por ejemplo, reducir el tamaño de sus tiendas físicas, y comenzar a realizar mayores inversiones en el desarrollo del *e-commerce*, o comercio electrónico. Solo a modo de referencia, esta industria al cierre del año 2017, generó ingresos por USD 34.949 millones⁴, y entre los años 2012 y 2017 (año en que todas las empresas del *retail*⁵ tuvieron resultados positivos) la ganancia se incrementó un 51,9%.

2.2.1 Tiendas por Departamento

Los principales actores de la industria, y que serán utilizados como *benchmark* de Hites, dentro del mercado nacional, se presentan de manera resumida a continuación:

Nombre de la Empresa	S.A.C.I. Falabella
Ticker o Nomenclatura	Falabella
Clase de Acción	Al 09-2018, las acciones en circulación de la Sociedad están divididas en 2.434.465.103 acciones de igual valor pertenecientes a una serie única.
Derechos de cada Clase	Iguales para todas
Mercado donde Transan sus acciones	<ul style="list-style-type: none"> - Bolsa de Valores de Santiago - Bolsa de Valores Electrónica de Chile - Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE)

⁴ Valor del dólar \$615,22 al 31 de diciembre de 2017

⁵ Fueron consideradas en este análisis: Falabella, Cencosud, Ripley Corp, Forus, Empresas Tricot, Empresas Hites y Empresas La Polar

Descripción de la Empresa (profile)	S.A.C.I. Falabella y sus filiales, con 128 años de trayectoria, es una de las mayores y más completas plataformas de retail de América Latina, con presencia en Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil, Uruguay y México. Se ha convertido en una de las principales operadoras de comercio omnicanal de la región, gracias a su plataforma de e-commerce, apoyada con una cadena que ya alcanza las 491 tiendas, 42 centros comerciales y 261 sucursales bancarias.																										
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail, Supermercados, Servicios financieros e Inmobiliaria																										
Negocios en que se encuentra	La compañía se organiza en 5 áreas de negocios: Tiendas por departamento, Mejoramiento del hogar, Supermercados, Servicios Financieros e Inmobiliaria.																										
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Negocio</th> <th>Ingresos</th> <th>EBITDA* (MM\$)</th> <th>Importancia relativa</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Tiendas por depto</td> <td>1.933.794</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Mejoramiento del hogar</td> <td>2.858.459</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Supermercados</td> <td>1.117.806</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>SS financieros</td> <td>885.782</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Inmobiliario</td> <td>279.434</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> </tbody> </table>			Negocio	Ingresos	EBITDA* (MM\$)	Importancia relativa	Tiendas por depto	1.933.794	-	-	Mejoramiento del hogar	2.858.459	-	-	Supermercados	1.117.806	-	-	SS financieros	885.782	-	-	Inmobiliario	279.434	-	-
Negocio	Ingresos	EBITDA* (MM\$)	Importancia relativa																								
Tiendas por depto	1.933.794	-	-																								
Mejoramiento del hogar	2.858.459	-	-																								
Supermercados	1.117.806	-	-																								
SS financieros	885.782	-	-																								
Inmobiliario	279.434	-	-																								
	* No existe un EBITDA separado por negocio (solo disponible el de Chile) y con la información disponible no se pudo calcular.																										

Nombre de la Empresa	Cencosud S.A.
Ticker o Nemo-técnico	Cencosud
Clase de Acción	Al 09-2018, las acciones en circulación de la Sociedad están divididas en 2.863.129.447 acciones de igual valor pertenecientes a una serie única.
Derechos de cada Clase	Iguals para todas
Mercado donde Transa sus acciones	- Bolsa de Valores de Santiago - Bolsa de Valores Electrónica de Chile

Descripción de la Empresa (profile)	<p>Cencosud, a través de varios años de crecimiento, se convirtió en una de las compañías líderes en el retail en Latinoamérica, operando en Chile, Brasil, Argentina, Perú y Colombia.</p> <p>A través de cinco unidades de negocio; Supermercados, Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar, Servicios Financieros y Centros Comerciales, Cencosud llega a más de 200 millones de clientes ofreciéndoles una amplia variedad de productos y experiencias de compra.</p> <p>Al 31 de diciembre 2017 Cencosud operaba 1.111 tiendas y 54 centros comerciales, con un total de 3,6 millones de m2 de superficie de ventas y 783 mil m2 superficie arrendable a terceros, respectivamente.</p>																								
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail, Supermercados y Servicios financieros																								
Negocios en que se encuentra	<p>La compañía se organiza en 5 unidades de negocios: Supermercados, Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar, Servicios Financieros y Centros Comerciales.</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Negocio</th> <th>Ingresos</th> <th>EBITDA (MM\$)</th> <th>Importancia relativa</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Supermercados</td> <td>1.660.226</td> <td>76.843</td> <td>4,6%</td> </tr> <tr> <td>Mejoramiento del hogar</td> <td>269.109</td> <td>23.141</td> <td>8,6%</td> </tr> <tr> <td>Tiendas por depto</td> <td>244.952</td> <td>(6.260)</td> <td>(2,6%)</td> </tr> <tr> <td>Centros comerciales</td> <td>57.895</td> <td>42.901</td> <td>74,1%</td> </tr> <tr> <td>SS financieros</td> <td>61.281</td> <td>29.164</td> <td>47,6%</td> </tr> </tbody> </table>	Negocio	Ingresos	EBITDA (MM\$)	Importancia relativa	Supermercados	1.660.226	76.843	4,6%	Mejoramiento del hogar	269.109	23.141	8,6%	Tiendas por depto	244.952	(6.260)	(2,6%)	Centros comerciales	57.895	42.901	74,1%	SS financieros	61.281	29.164	47,6%
Negocio	Ingresos	EBITDA (MM\$)	Importancia relativa																						
Supermercados	1.660.226	76.843	4,6%																						
Mejoramiento del hogar	269.109	23.141	8,6%																						
Tiendas por depto	244.952	(6.260)	(2,6%)																						
Centros comerciales	57.895	42.901	74,1%																						
SS financieros	61.281	29.164	47,6%																						

Nombre de la Empresa	Ripley Corp S.A.
Ticker o Nemo técnico	Ripley
Clase de Acción	Al 09-2018, las acciones en circulación de la Sociedad están divididas en 1.936.052.298 acciones de igual valor pertenecientes a una serie única.
Derechos de cada Clase	Iguales para todas
Mercado donde Transa sus acciones	<ul style="list-style-type: none"> - Bolsa de Valores de Santiago - Bolsa de Valores Electrónica de Chile
Descripción de la Empresa (profile)	El principal negocio de Ripley Corp es la venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar a través de los distintos formatos de tienda por departamento, acompañado por un negocio financiero a

	<p>través del crédito directo a sus clientes por medio de la tarjeta Ripley, y también tiene operaciones en negocios inmobiliarios.</p> <p>La empresa con su negocio retail opera con 46 tiendas en Chile y 29 en Perú.</p>																
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail, Servicios financieros e Inmobiliarios																
Negocios en que se encuentra	<p>La compañía se organiza en 3 unidades de negocios: Tiendas por Departamento, Servicios Financieros e Inmobiliario.</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Negocio</th> <th>Ingresos</th> <th>EBITDA (M\$)</th> <th>Importancia relativa</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Tiendas por depto</td> <td>841.761.493</td> <td>2.957.284</td> <td>0,4%</td> </tr> <tr> <td>Banco</td> <td>340.370.291</td> <td>67.115.991</td> <td>19,7%</td> </tr> <tr> <td>Inmobiliario</td> <td>18.229.799</td> <td>4.839.360</td> <td>26,5%</td> </tr> </tbody> </table>	Negocio	Ingresos	EBITDA (M\$)	Importancia relativa	Tiendas por depto	841.761.493	2.957.284	0,4%	Banco	340.370.291	67.115.991	19,7%	Inmobiliario	18.229.799	4.839.360	26,5%
Negocio	Ingresos	EBITDA (M\$)	Importancia relativa														
Tiendas por depto	841.761.493	2.957.284	0,4%														
Banco	340.370.291	67.115.991	19,7%														
Inmobiliario	18.229.799	4.839.360	26,5%														

Nombre de la Empresa	Empresas La Polar S.A.
Ticker o Nemo técnico	NuevaPolar
Clase de Acción	Al 09-2018, las acciones en circulación de la Sociedad están divididas en 2.998.984.666 acciones de igual valor pertenecientes a una serie única.
Derechos de cada Clase	Igual para todas
Mercado donde Transa sus acciones	<ul style="list-style-type: none"> - Bolsa de Valores de Santiago - Bolsa de Valores Electrónica de Chile
Descripción de la Empresa (profile)	Empresas La Polar es especialista en la oferta minorista de productos, que abarca una amplia gama de marcas internacionales, locales y propias, en vestuario, calzado, belleza, deporte, electrónica, tecnología, infantil y artículos para el hogar, tanto a través de una cadena de 38 Tiendas por Departamento entre las ciudades de Iquique y Punta Arenas, como de una plataforma de e-commerce. Además, ofrece a sus clientes Servicios Financieros de crédito y seguros.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail y Servicios financieros

Negocios en que se encuentra	La compañía se organiza en 2 unidades de negocios: Tiendas por Departamento, Servicios Financieros e Inmobiliario.			
	Negocio	Ingresos	EBITDA* (M\$)	Importancia relativa
	Tiendas por depto	212.150.495	500.502	0,2%
	Financiero	63.409.661	500.502	0,8%
* No existe un EBITDA separado por negocio y con la información disponible no se pudo calcular. Se tomó el EBITDA consolidado de ambos negocios				

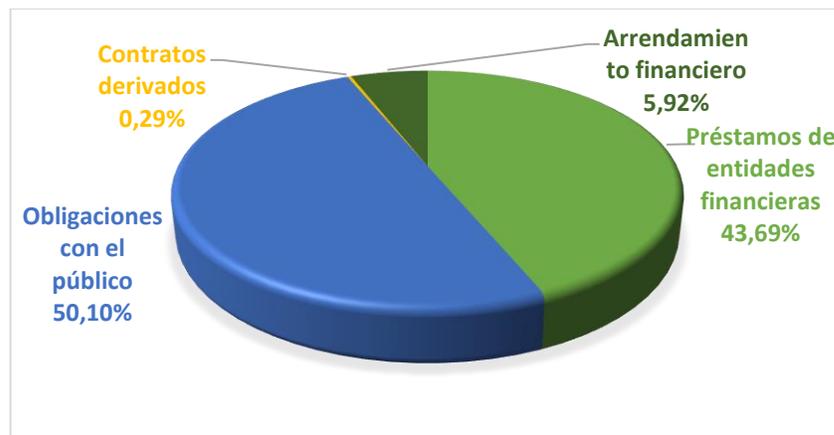
CAPÍTULO 3: DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

Durante los últimos años, para el desarrollo de su plan de expansión, Hites ha empleado una estrategia financiera consistente en emisión de bonos dentro del mercado local, además de préstamos y otros productos de la banca, donde se observa que la empresa realiza una buena estimación respecto de hasta cuánto puede endeudarse, ya que, por ejemplo, de los préstamos bancarios adquiridos al 09/2018, ninguno de ellos sobrepasa como fecha de compromiso de pago, el año 2020, lo que además va en línea con la estructura de inversiones que posee la empresa.

Al mes de septiembre de 2018, Hites presenta un endeudamiento total (pasivos corrientes y no corrientes) de 135 mil millones, de los cuales el 50,10% corresponde a "Obligaciones con el público" (emisión de bonos de la compañía), mientras que los "Préstamos de entidades financieras" representa un 43,69% del total.

Ahora bien, respecto a cómo está estructurada la deuda de Hites (Ratio de endeudamiento), la mayor parte es a largo plazo (70%), lo que deja a la empresa en un buen pie para hacer frente a sus compromisos de pago, tanto presentes como futuras.

Figura 1: Estructura Deuda Financiera



Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

Por otro lado, en cuanto a la composición de la deuda financiera, la mayor parte de ésta se encuentra en UF (58%), lo que eventualmente pone en resguardo a la compañía ante posibles variaciones internas de la economía, pero por otro lado también la deja en una difícil posición debido a que, por razones macroeconómicas, y de producirse un fuerte aumento en el costo de vida de las personas (aumento de IPC), esta deuda podría verse fuertemente incrementada.

Tabla 2: Composición monedas Deuda Financiera

Moneda	Deuda (M\$)	Porcentaje
\$	32.542.678	24%
UF	79.194.909	58%
USD	16.945.099	13%
PEN	6.808.592	5%

Finalmente, a septiembre de 2018, la empresa ha emitido 2 bonos en el mercado local (el primero el año 2015, mientras que el segundo en 2017) los cuales se encuentran con deuda vigente. El detalle de ambos, se muestra a continuación.

Tabla 3: Bono Serie B

	Observaciones
Bono	Serie B
Nemotécnico	BHITS-B
Fecha de Emisión	14-12-2015
Valor Nominal (VN o D)	UF 1.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-09-2022
Tipo de Bono	Amortizable
Tasa Cupón (k_d)	5,4%
Periodicidad	Comenzarán a devengar intereses a partir del 1 de septiembre de 2015, y estos se pagarán los días 1 de marzo y 1 de septiembre de cada año, venciendo la primera cuota el día 1 de marzo de 2016. Se reajustarán a partir del día 1 de septiembre de 2015.
Número de pagos (N)	14
Periodo de Gracia	No
Motivo de la Emisión	Los fondos provenientes de esta colocación se destinaron al financiamiento del plan de inversiones de Hites y/o sus filiales, así como para recaudar recursos adicionales que permitan el pago y/o prepago de pasivos de corto y largo plazo de Hites y/o de sus filiales, sea que éstos estén

	expresados en moneda nacional o extranjera.
Clasificación de Riesgo	1) - Clasificador: Feller Rate - Clasificación: BBB, "Tendencia estable" 2) - Clasificador: ICR - Clasificación: BBB+, "Tendencia estable"
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.

Tabla 4: Bono Serie C

	Observaciones
Bono	Serie C
Nemotécnico	BHITS-C
Fecha de Emisión	14-12-2017
Valor Nominal (VN o D)	UF 1.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	14-12-2024
Tipo de Bono	Amortizable
Tasa Cupón (k_d)	4,55%
Periodicidad	Los intereses se devengarán desde el 14 de diciembre de 2017 y se pagarán a partir del 14 de junio de 2018 hasta 14 de diciembre de 2024.
Número de pagos (N)	14

Periodo de Gracia	No
Motivo de la Emisión	Los fondos provenientes de esta colocación se destinaron al financiamiento del plan de inversiones de Hites y/o sus filiales, así como para recaudar recursos adicionales que permitan el pago y/o prepago de pasivos de corto y largo plazo de Hites y/o de sus filiales, sea que éstos estén expresados en moneda nacional o extranjera.
Clasificación de Riesgo	<p>1)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Clasificador: Humphreys - Clasificación: BBB+, "Tendencia favorable" <p>2)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Clasificador: ICR - Clasificación: BBB+, "Tendencia estable" <p>3)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Clasificador: Feller Rate - Clasificación: BBB+, "Tendencia estable"
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.

CAPÍTULO 4: ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

En este capítulo se presenta una estimación de la estructura de capital de Empresas Hites S.A., para lo cual se recabó la información de los estados financieros (EEFF) de la sociedad desde el año 2014 al año 2017, y adicionalmente hasta el tercer trimestre de 2018.

Cabe destacar, que todas las cifras de dichos EEFF fueron transformadas de CLP a UF, de manera de hacer comparable la información. Para las cifras de los años 2014 a 2017, se utilizó el valor de la UF al cierre de cada año (31 de diciembre), mientras que, para el tercer trimestre, se utilizó el último valor disponible del mes de septiembre (día 28)

4.1 Deuda Financiera

La siguiente tabla, muestra las cifras tanto de los pasivos corrientes como no corrientes, desde 2014 hasta el tercer trimestre del año 2018.

Tabla 5: Deuda Financiera

DEUDA FINANCIERA	2014	2015	2016	2017	3T 2018
Otros pasivos financieros corrientes (M\$)	12.513.060	18.399.116	6.606.220	15.930.725	39.927.626
Otros pasivos financieros no corrientes (M\$)	82.795.692	88.713.666	90.341.000	109.030.429	95.563.652
Deuda Financiera (M\$)	95.308.752	107.112.782	96.947.220	124.961.154	135.491.278
DEUDA FINANCIERA (MUF)	3.870,08	4.179,34	3.679,49	4.663,05	4.952,63

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

Respecto a la composición de la deuda detallada en la tabla, según la información provista por la empresa en la sección de “Otros Pasivos Financieros”, esta se distribuye en: Préstamos de entidades financieras (en CLP, UF, USD y PEN), Obligaciones con el público (en UF, correspondiente a la emisión de bonos), Contratos derivados (en USD y PEN) y en Arrendamiento Financiero (en UF).

4.2 Patrimonio Económico

La siguiente tabla, muestra el número total de acciones, suscritas y pagadas, desde 2014 hasta el tercer trimestre del año 2018.

Tabla 6: Acciones suscritas y pagadas y Patrimonio Económico

PATRIMONIO ECONÓMICO	2014	2015	2016	2017	3T 2018
Acciones suscritas y pagadas	377.124.663	377.124.663	377.124.663	377.124.663	377.124.663
Precio Acción	210,99	254,00	500,00	619,75	605,00
Patrimonio Económico en M\$	79.569.533	95.789.664	188.562.332	233.723.010	228.160.421
Patrimonio Económico en M UF	3.230,97	3.737,54	7.156,61	8.721,61	8.339,97

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

En cuanto a lo expuesto, podemos mencionar que, según información provista por la empresa en su memoria del tercer trimestre de 2018⁶, al 31 de septiembre de 2018, el capital pagado ascendió a M\$ 75.726.664 y se encuentra dividido en 377.124.663 acciones nominativas de una misma serie y sin valor nominal, con derechos igualitarios para cada una de éstas, las que se encuentran íntegramente suscritas y pagadas.

4.3 Estructura de Capital

Con los cálculos de los 2 puntos anteriores, se pudo obtener la tabla que sigue:

Tabla 7: Estructura de Capital

Estructura de Capital (MUF)	2014	2015	2016	2017	3T 2018
Deuda (B)	3.870	4.179	3.679	4.663	4.953
Patrimonio (P)	3.231	3.738	7.157	8.722	8.340
Valor de la Empresa	7.101	7.917	10.836	13.385	13.293

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

Luego, con esta información, obtenemos las razones de endeudamiento, de patrimonio y de deuda a patrimonio, de Hites, quedando como sigue:

Tabla 8: Ratios de Estructura de Capital

Razón	2014	2015	2016	2017	3T 2018
B/V: Razón de endeudamiento	0,55	0,53	0,34	0,35	0,37
P/V: Razón de patrimonio	0,45	0,47	0,66	0,65	0,63
B/P: Razón deuda/patrimonio	1,20	1,12	0,51	0,53	0,59

⁶ Para mayores antecedentes, revisar documento "Estados Financieros Consolidados Intermedios al 30 de septiembre de 2018", de Empresas Hites S.A.

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

Respecto a la fuerte disminución observada desde el año 2015 a 2016 para el ratio Razón deuda/Patrimonio (B/P), de 1,12 a 0,51, ésta puede ser explicada por la suscripción de un contrato de financiamiento por la suma total de M\$40.000.000, el cual considera un periodo de gracia de 30 meses y con un plazo de 5 años. Los mencionados fondos, fueron utilizados por la compañía para el refinanciamiento de sus pasivos financieros y, con ello, lo que se produjo fue una fuerte disminución en la cuenta “Otros pasivos financieros corrientes” (desde M\$18.399.116 a M\$6.606.220) la cual es uno de los componentes para el cálculo de “Deuda Financiera”, junto con “Otros pasivos financieros corrientes”.

Ahora bien, como propuesta de estructura de capital objetivo de la empresa, y considerando lo expuesto anteriormente producto de la gran diferencia entre 2015 y 2016 del ratio Razón deuda/Patrimonio (B/P), de 1,12 a 0,51 se optó por calcular el valor promedio solo de los años 2016, 2017 y 2018, quedando por lo tanto la siguiente estructura.

Tabla 9: Estructura de Capital Objetivo

Estructura	Promedio
B/P*	0,55
B/V*	0,35
P/V*	0,65

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

CAPÍTULO 5: ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA

5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Para obtener esta estimación, fue necesario obtener los precios de cierre del valor de la acción de cada día viernes, además del precio cierre del IPSA (en la tabla que sigue se agrega la presencia bursátil de la compañía), desde enero de 2014 a septiembre de 2018 de la empresa. Con lo anterior fue posible calcular los retornos semanales para el periodo en análisis, de los cuales se utilizaron solo los últimos 2 años de retorno (104 datos), para calcular, utilizando el modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$), el beta de la acción. Ahora bien, para realizar la estimación, se utilizó la función de regresión de Excel.

Con lo detallado previamente, fue posible obtener lo siguiente:

Tabla 10: Beta de la acción del periodo y presencia bursátil

Indicador ⁷	2016	2017	3T 2018
Beta de la Acción	0,36	0,48	1,80
p-value (significancia)	0,26	0,17	0,00
Presencia Bursátil (%)	45,56% ⁸	75,00% ⁹	58,89% ¹⁰

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

De lo obtenido, es posible mencionar que el *p-value* obtenido solo en el último año, es un valor muy cercano a cero, por lo cual al menos para ese año, el valor estimado como beta de la acción, resulta ser significativo, mientras que para los otros 2 años (2016 y 2017), no fue posible obtener algo similar. Ahora bien, debido al gran aumento desde 0,48 a 1,80 para el beta de la acción de Hites, se procedió a realizar el mismo cálculo con 2 empresas comparables, La Polar y Ripley, obteniéndose betas de 1,27 y 1,47 respectivamente. Este valor de 1,80 es consistente con lo publicado en “Economatica”, en donde se muestra un resultado para el año 2018 de 1,87.

⁷ Valores calculados de octubre a septiembre de cada año

⁸ Al 30 de septiembre 2016

⁹ Al 29 de septiembre 2017

¹⁰ Al 28 de septiembre 2018

5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Para esta estimación se supuso una tasa libre de riesgo de 2,12% (BCU-30 al 28 de septiembre de 2018) y un premio por riesgo de mercado de 6,26% para Chile¹¹.

5.2.1 Costo de la Deuda (k_b)¹²

Se utilizó el bono de mayor plazo que posee Hites, el cual es el bono de la serie C, por lo tanto,

$$k_b = 4,55\%$$

5.2.2 Beta de la Deuda (β_b)

Se utilizó CAPM y la tasa de costo de la deuda del punto anterior, con lo cual se obtuvo:

$$k_b = r_f + PRM \times \beta_d$$
$$4,55\% = 2,12\% + 6,26\% \times \beta_d$$
$$\beta_d = \frac{(4,55\% - 2,12\%)}{6,26\%}$$
$$\beta_d = 0,39$$

5.2.3 Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)

Se utilizó como beta de la acción lo mostrado en la Tabla 10 del punto 5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa, por lo tanto:

Beta de la Acción	2018
Hites	1,80

¹¹ Fuente: Premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a julio de 2018

¹² Al utilizar el bono de mayor plazo, lo que se utilizó fue kd, que para efectos de cálculos fue considerado como kb

5.2.4 Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Se desapalancó el beta de la acción a septiembre de 2018, con la estructura de capital promedio y la tasa de impuestos corporativos promedios de los años que abarca el análisis. Ahora bien, como $k_b > r_f$ se procede a utilizar Rubinstein (1973):

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \times \left(1 + (1 - tc) \times \left(\frac{B}{P} \right) \right) - \beta d \times (1 - tc) \times \left(\frac{B}{P} \right)$$

Se considera como valor de $\left(\frac{B}{P} \right) = 0,59$ a Septiembre 2018 debido a que para efectos de nuestros cálculos del beta patrimonial sin deuda estamos utilizando como fecha de corte la información disponible al cierre del III trimestre 2018. Este valor fue obtenido en la Tabla 8: Ratios de Estructura de Capital, del punto 4.3 Estructura de Capital. Adicionalmente, la tasa de impuesto a las corporaciones (tc) es de un 26,25%, calculada como promedio simple del impuesto a las corporaciones de 2017 (25,5%) y 2018 (27%).

Con esa información, se procede a despejar $\beta_p^{s/d}$, quedando:

$$1,80 = \beta_p^{s/d} \times (1 + (1 - 0,2625) \times (0,59)) - 0,39 \times (1 - 0,2625) \times (0,59)$$

$$\beta_p^{s/d} = 1,42$$

5.2.5 Beta Patrimonial Con Deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Se apalancó el beta patrimonial sin deuda, con la estructura de capital objetiva de la empresa, estimada en la Tabla 9: Estructura de Capital Objetivo, del punto 4.3 Estructura de Capital, y utilizando la tasa de impuestos de largo plazo.

Con lo anterior, se consideró como valor objetivo de $\left(\frac{B}{P} \right) = 0,55$ a Septiembre 2018, además de un impuesto corporativo de 27%, y utilizando nuevamente Rubinstein, se obtuvo:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \times \left(1 + (1 - tc) \times \left(\frac{B}{P} \right) \right) - \beta d \times (1 - tc) \times \left(\frac{B}{P} \right)$$
$$\beta_p^{c/d} = 1,42 \times (1 + (1 - 0,27) \times 0,55) - 0,39 \times (1 - 0,27) \times 0,55$$

$$\beta_p^{c/d} = 1,83$$

5.2.6 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 objetiva de la empresa. Con los $\beta_p^{c/d}$ encontrados, y utilizando CAPM, ahora podemos calcular el k_p con

$k_p = r_f + PRM \times \beta_p^{c/d}$, quedando:

$$k_p = 2,12\% + 6,26\% \times 1,83$$

$$k_p = 13,58\%$$

Ahora bien, debido a que la presencia bursátil de la compañía, al cierre del tercer trimestre de los años 2016, 2017 y 2018 promedió un 59,8%, se procedió a aplicar un premio por riesgo de liquidez del 1,5% al valor obtenido, quedando un valor final de costo patrimonial de:

$$k_p = 13,58\% + 1,5\%$$

$$k_p = 15,08\%$$

5.2.7 Costo de Capital (k_0)

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

$$k_0 = k_p \times \left(\frac{P}{V}\right) + k_b \times (1 - tc) \times \left(\frac{B}{V}\right)$$

$$k_0 = 15,08\% \times 63\% + 4,55\% \times (1 - 27\%) \times 37\%$$

$$k_0 = 10,73\%$$

CAPÍTULO 6: ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

Para poder obtener una valorización, utilizando el modelo de FCD, es requisito indispensable estimar, o proyectar, los Estados de Resultados (EERR) de la empresa. Ahora bien, para lograr lo anterior, se necesita a su vez un análisis respecto del negocio en que está inmerso la compañía, además de las perspectivas de desarrollo que presenta dentro de la industria. En los siguientes puntos, se procede a detallar los componentes más relevantes del EERR que se analizaron, de modo de entregar un sustento a cada proyección realizada.

Como ya se mencionó en el primer capítulo, Hites participa en 2 negocios, retail y financiero. Para efectos de los análisis posteriores, se consideraron los totales de ambos negocios, de manera de facilitar el análisis general. Ahora bien, a modo de resumen, para facilitar la comprensión y análisis de los resultados mostrados más adelante, se presenta el EERR de los últimos 3 años de la empresa en términos porcentuales, así como también el Estado de situación financiera.

Tabla 11: EERR en términos porcentuales

Estado del resultado, por función de gasto – Estados financieros consolidado	2016	2017	3T 2018
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	84,95%	86,12%	60,80%
Ganancia bruta	57,27%	58,04%	39,20%
Costos de distribución	1,44%	1,57%	1,24%
Gastos de administración	43,37%	45,93%	32,67%
Otras ganancias (pérdidas)	-0,38%	-0,06%	-0,14%
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	12,09%	10,48%	5,16%
Ingresos financieros	0,39%	0,30%	0,33%
Costos financieros	3,21%	2,84%	2,45%
Diferencias de cambio	-0,01%	-0,02%	-0,11%
Resultados por unidades de reajuste	-0,59%	-0,35%	-0,54%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	8,66%	7,56%	2,38%
Gasto por impuestos a las ganancias	1,21%	1,38%	0,43%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	7,45%	6,19%	1,95%
Ganancia (pérdida)	7,45%	6,19%	1,95%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 12: Estado de situación financiera en términos porcentuales

Estado de situación financiera	2016	2017	3T 2018
Activos			
Activos corrientes			
Efectivo y equivalentes al efectivo	6,16%	14,94%	12,01%
Otros activos financieros corrientes	1,88%	1,71%	0,11%
Otros activos no financieros corrientes	0,33%	0,34%	0,35%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	41,07%	36,91%	33,05%
Inventarios corrientes	12,92%	12,12%	15,71%
Activos por impuestos corrientes, corrientes	2,01%	0,78%	0,60%
Activos corrientes totales	64,38%	66,80%	61,83%
Activos no corrientes			
Otros activos no financieros no corrientes	0,18%	0,29%	0,19%
Cuentas por cobrar no corrientes	7,01%	6,93%	7,34%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	4,30%	3,24%	3,27%
Propiedades, planta y equipo	13,79%	12,78%	14,28%
Activos por impuestos diferidos	10,33%	9,95%	13,10%
Total de activos no corrientes	35,62%	33,20%	38,17%
Total de activos	100,00%	100,00%	100,00%
Patrimonio y pasivos			
Pasivos			
Pasivos corrientes			
Otros pasivos financieros corrientes	4,30%	8,59%	21,73%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	27,19%	22,82%	17,75%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	2,16%	1,32%	0,77%
Otras provisiones a corto plazo	0,65%	0,53%	2,24%
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	1,24%	2,50%	2,92%
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	2,95%	3,98%	1,36%
Pasivos corrientes totales	38,50%	39,75%	46,77%
Pasivos no corrientes			
Otros pasivos financieros no corrientes	58,75%	58,79%	52,00%
Pasivo por impuestos diferidos	1,84%	1,26%	0,99%
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	0,91%	0,20%	0,24%
Total de pasivos no corrientes	61,50%	60,25%	53,23%
Total de pasivos	100,00%	100,00%	100,00%
Patrimonio			
Capital emitido	52,81%	50,57%	56,19%
Ganancias (pérdidas) acumuladas	44,64%	46,88%	41,04%
Prima de emisión	1,23%	1,18%	1,31%
Otras reservas	1,31%	1,36%	1,45%
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	99,99%	99,99%	99,99%
Participaciones no controladoras	0,01%	0,01%	0,01%
Patrimonio total	48,25%	44,67%	42,31%
Total de patrimonio y pasivos	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia

6.1 Análisis de Crecimiento

6.1.1 Crecimiento Hites

En la tabla que sigue, se muestran las tasas de crecimiento de la compañía. Para el caso de la tasa al 09-2018, lo que se realizó fue comparar el tercer trimestre de 2017 con el tercer trimestre de 2018, de manera que el cálculo fuera más certero. Con lo anterior, se obtuvo lo siguiente:

Tabla 13: Análisis de crecimiento Hites

Hites	2014	2015	2016	2017	3T 2017	3T 2018
Ingresos en MUF	11.169,70	10.938,72	11.480,56	11.637,76	8.315,17	8.072,48
Variación %		-2,07%	4,95%	1,37%		-2,92%

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

6.1.2 Crecimiento benchmark

Por otro lado, respecto al crecimiento promedio de la industria de las empresas utilizadas como *benchmark*, se obtuvieron los siguientes promedios:

Tabla 14: Análisis de crecimiento benchmark¹³

Industria	2014	2015	2016	2017	3T 2017	3T 2018
Ingresos en MUF	807.578,6 6	817.600,4 7	779.008,5 6	786.749,0 2	569.664,0 3	529.903,7 9
Promedio		-0,94%	-0,76%	1,17%		-4,48%

Fuente: Elaboración propia

6.1.3 Perspectivas de crecimiento de la industria

Si se sigue la lógica actual de los últimos años, para el periodo 2018-2022, debería haber un crecimiento bastante irregular dentro de la industria. Lo anterior se explica en gran medida a la irrupción del *e-commerce*, con sus enormes tasas de crecimiento cercanas a 30% interanual¹⁴, y a la fuerte competencia con compañías extranjeras en esta área. La industria chilena se encuentra en gran desventaja en el desarrollo de este rubro, y es

¹³ Hites, Falabella, Cencosud, Ripley y La Polar

¹⁴ América Retail: <https://www.america-retail.com/chile/chile-el-ecommerce-nacional-crece-a-tasas-de-30-interanual/>

por ello que se espera que todas las compañías realicen, dentro de los próximos años, fuertes inversiones en el desarrollo de nuevas tecnologías, lo cual les permitirá eventualmente hacer frente a este nicho de mercado que está comenzando a ser una competencia muy fuerte en el negocio del retail. Adicionalmente, tenemos que toda la industria se sigue expandiendo con la inauguración de más tiendas, pero cambiando el foco a espacios más pequeños (tiendas con menor cantidad de m²) e impulsando sus marcas propias.

6.2 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.

Teniendo en consideración lo anterior, a continuación, se detallarán los costos de operación de Hites, de acuerdo a la información que la compañía proporciona en sus EEFF:

- **Costo de venta:** incluyen el costo de adquisición de los productos vendidos y otros costos incurridos para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para la venta. Estos costos incluyen principalmente los costos de adquisición netos de descuentos obtenidos, los gastos e impuestos de internación no recuperables, los seguros y el transporte de los productos hasta los centros de distribución. El costo de ventas incluye además los gastos por intereses y las pérdidas por deterioro de la cartera de préstamos por cobrar relacionados con el segmento financiero.
- **Costos de distribución:** Relacionados con la logística de distribución de sus productos y servicios.
- **Gastos de administración:** Considera Gastos del personal, Gastos generales, Gastos de venta, Asesorías.
- **Costos financieros:** Considera Intereses de préstamos bancarios, Intereses devengados Swap, Intereses devengados emisión de bonos, Intereses de obligaciones por leasing, Gastos financieros comercio exterior, Gastos y comisiones bancarias

Ahora bien, el detalle de los costos de operación, de acuerdo a la clasificación que utiliza la empresa, es el siguiente:

Tabla 15: Costos de Operación Hites

Costos de Operación (M\$)	2014	2015	2016	2017	3T 2018
Costo de ventas	168.068.632	167.967.645	180.681.656	186.307.157	134.266.869
Costos de distribución	2.410.639	2.632.342	3.052.523	3.392.007	2.735.090
Gastos de administración	81.563.534	85.052.587	92.237.839	99.364.054	72.142.925
Costos financieros	6.304.080	6.488.089	6.835.964	6.138.197	5.417.774

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

6.3 Análisis de Cuentas no Operacionales

Se analizaron exhaustivamente los EERR de Hites para el periodo de análisis, de manera de lograr identificar si alguna de las cuentas no operacionales (que no pertenecen al negocio principal) eran de carácter recurrente para los años 2014 a septiembre de 2018. Del análisis realizado, solo se identificaron 2 de ellas que cumplían con lo anterior, las cuales se detallan a continuación:

Tabla 16: Cuentas No Operacionales Hites

Cuentas No Operacionales (MUF)	2014	2015	2016	2017	3T 2018
Diferencias de cambio	-59	-46	-1	-2	-9
Resultados por unidades de reajuste	-69	-65	-48	-29	-44
Total	-128	-110	-49	-30	-53

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

Las cuentas no operacionales, durante el periodo, muestran variaciones bastante irregulares, lo que se explica por la diferencia de cotización entre las monedas que la empresa utiliza dentro de su negocio en las diferentes y variadas operaciones que realiza.

6.4 Análisis de Activos

A continuación, se muestra la clasificación realizada a los activos de Hites (solo para el tercer trimestre de 2018), ya sea como operacionales o no operacionales, entendiendo como activos operacionales a aquellos que tienen participación directa en lo que es el

giro del negocio, y como no operacionales a aquellos que sirven como respaldo al giro.

Como resultado, se obtuvo lo siguiente:

Tabla 17: Activos operacionales y no operacionales

Estado de situación financiera	Activo operacional	Activo no operacional
Activos		
Activos corrientes		
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 corrientes	X	
Activos por impuestos corrientes, corrientes		X
Activos no corrientes		
Otros activos no financieros no corrientes		X
Cuentas por cobrar no corrientes	X	
Activos intangibles distintos de la plusvalía		X
Propiedades, planta y equipo	X	
Activos por impuestos diferidos		X

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

Respecto a en qué consiste cada uno de los activos no operacionales detallados en la tabla anterior, se puede mencionar lo siguiente:

- Otros activos financieros no corrientes: Corresponde a instrumentos financieros Forwards que la compañía clasifica como instrumento de Cobertura de Flujo de caja, utilizados para cubrir la exposición a variaciones cambiarias por obligaciones bancarias.
- Otros activos no financieros no corrientes: Corresponden a pólizas de seguros generales, gastos pagados por adelantado, cuentas por cobrar al personal y garantías de arriendo de locales.
- Activos por impuestos corrientes: Corresponde a impuesto a la renta de primera categoría, pagos provisionales mensuales, impuesto por recuperar por absorción de pérdidas tributarias (tanto de años en curso como anteriores), créditos SENCE, entre otros.
- Activos por impuestos diferidos: Los activos por impuestos diferidos reconocen

únicamente cuando se considera probable que existan ganancias tributarias futuras suficientes para recuperar las deducciones por diferencias temporarias y hacer efectivos los créditos tributarios. Actualmente, la compañía tiene en esta cuenta AID relativos a:

- Provisiones
- Pérdidas fiscales
- Operaciones de leasing (obligaciones)
- Efectos sobre cartera
- Otros

CAPÍTULO 7: PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS

Para este capítulo, se optó por realizar una proyección basada solamente en los resultados históricos de la compañía Hites. Lo anterior, debido a que actualmente la industria del retail presenta resultados muy variables, lo que hizo imposible tomar como referencia la evolución de los resultados de todo este mercado a través del tiempo, y lo anterior se explica en gran medida, a que es una industria que desde hace varios años está presentando cambios severos respecto del negocio en sí, en donde la irrupción de nuevas tecnologías ha impactado fuertemente en los resultados obtenidos, obligándolas a reestructuraciones importantes, como por ejemplo, modernización de canales de venta (desarrollo de *e-commerce*), reducción de tamaño de tiendas físicas y entregando a los clientes una experiencia de venta cada vez más sofisticada y moderna.

7.1 Proyección de Ingresos de Operación

Como se mostró en el capítulo 6, el crecimiento de los ingresos promedio de Hites para el periodo en análisis, difiere bastante de lo que sucede en la industria, lo que se puede observar en la siguiente tabla, en donde se calculó el crecimiento promedio de cada empresa de nuestro benchmark para el periodo 2014-3er trimestre 2018:

Tabla 18: Promedio crecimiento benchmark

Empresa	Hites	Falabella	Cencosud	Ripley	La Polar
Promedio por empresa	1,42%	2,66%	-3,48%	0,87%	-2,36%

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

Teniendo en consideración lo anterior, se realizó una proyección de los ingresos de la compañía, tomando en consideración solo los ingresos promedio para el periodo en análisis, quedando por lo tanto como sigue:

Tabla 19: Proyección ingresos de operación

Años	Proyección EERR en MUF					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de actividades ordinarias	11.802,81	11.970,21	12.139,98	12.312,15	12.486,77	12.663,86

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

Complementando lo anterior, se puede observar que para el periodo 2015-2017 la compañía tuvo un promedio de 1,42% en la evolución de sus ingresos, sin embargo, al 3T de 2018 presentaba un retroceso importante de -2,92%, lo cual podría ser explicado en parte debido al mediático caso en donde hubo denuncias cruzadas dentro del núcleo familiar Hites por el control de la compañía.

7.2 Proyección de Costos de Operación

Para obtener la proyección de estos costos, se establecieron ciertos parámetros, tales como:

- Para el cálculo de las ventas, se supuso un crecimiento histórico promedio respecto de los años del análisis.
- Del mismo modo anterior, el costo de ventas se espera tenga una distribución similar, por lo tanto, también se utilizó la variación promedio de los últimos años para su cálculo.
- Respecto a los Gastos de Administración y Ventas (GAV) y los Costos de distribución, se estima que la compañía seguirá expandiéndose durante los próximos años, pero con un foco más dirigido a apertura de tiendas con menor cantidad de m² (aprox 3000), además del desarrollo de e-commerce, en donde aún tiene mucho espacio para crecer, si se compara con las grandes compañías del retail, las cuales tienen este canal mucho más desarrollado. Adicionalmente, pretenden enfocarse aún más en el segmento C3-D (especialmente por el aumento que se espera de este grupo para los próximos años, debido a la alta llegada de inmigrantes al país), y también al de la mujer y lo que se denomina "fast fashion". Según la misma empresa, declara en su memoria anual 2017, se continuará con intensidad en la expansión del canal virtual, ampliando el mix de productos y profundizando la omnicanalidad con el retiro en tiendas y con mayores acuerdos con proveedores para la venta en verde.

Por todo lo anterior, es que se consideró para la proyección solamente la evolución histórica de la compañía, debido a la expansión que la empresa pretende seguir realizando en los próximos años, con lo cual tanto sus costos de distribución como sus gastos de administración deberían presentar aumentos.

Con los supuestos anteriores, se obtuvo:

Tabla 20: Proyección costos de operación

	Proyección EERR en MUF					
Años	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Costo de ventas	6.999,71	7.047,51	7.095,63	7.144,08	7.192,86	7.241,97
Costos de distribución	137,96	150,37	163,89	178,63	194,70	212,21
Gastos de administración	3.851,32	4.000,32	4.155,08	4.315,83	4.482,80	4.656,23

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

7.3 Proyección de Resultado no Operacional

Como ya se mostró en la tabla 13, las cuentas del ERR identificadas como no operacionales, fueron tan solo 2, y debido a las variaciones irregulares que presentaron para el periodo de análisis, se optó por solamente utilizar la variación promedio histórica de años anteriores, quedando como sigue:

Tabla 21: Proyección Resultado no operacional

	Proyección EERR en MUF					
Años	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Diferencias de cambio	-1,74	-1,64	-1,55	-1,47	-1,39	-1,31
Resultados por unidades de reajuste	-21,70	-16,44	-12,45	-9,43	-7,14	-5,41

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

7.4 EERR proyectado

Con lo anterior, fue posible realizar una estimación del EERR, el cual se detalla a continuación:

Tabla 22: Proyección EERR

Valores en MUF	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de actividades ordinarias	11.802,81	11.970,21	12.139,98	12.312,15	12.486,77	12.663,86
Costo de ventas	6.999,71	7.047,51	7.095,63	7.144,08	7.192,86	7.241,97
Ganancia bruta	4.803,10	4.922,70	5.044,35	5.168,08	5.293,91	5.421,89
Costos de distribución	137,96	150,37	163,89	178,63	194,70	212,21

Gastos de administración	3.851,32	4.000,32	4.155,08	4.315,83	4.482,80	4.656,23
Otras ganancias (pérdidas)	-7,12	-9,96	-13,95	-19,52	-27,32	-38,24
Ganancias(pérdidas) de actividades operacionales	806,70	762,05	711,43	654,09	589,09	515,22
Ingresos financieros	20,41	17,43	14,88	12,71	10,85	9,26
Costos financieros	221,16	213,55	206,19	199,09	192,23	185,61
Diferencias de cambio	-1,74	-1,64	-1,55	-1,47	-1,39	-1,31
Resultados por unidades de reajuste	-21,70	-16,44	-12,45	-9,43	-7,14	-5,41
Ganancia(pérdida), antes de impuestos	582,51	547,85	506,12	456,81	399,18	332,15
Gasto por impuestos a las ganancias	157,28	147,92	136,65	123,34	107,78	89,68
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	425,23	399,93	369,47	333,47	291,40	242,47
Ganancia(pérdida)	425,23	399,93	369,47	333,47	291,40	242,47
Ganancia(pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	425,23	399,93	369,47	333,47	291,40	242,47

Fuente: Elaboración propia, con datos de EEFF de Hites al 30-09-2018

CAPÍTULO 8: PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

8.1 Depreciación y Amortización de Intangibles

Para obtener estos valores, de manera de poder proyectar un Flujo de Caja Libre (FCL), fue necesario extraer de las memorias anuales de Hites de cada año del periodo analizado, los valores desagregados tanto de la depreciación como de la amortización de intangibles. Es importante mencionar en este punto que ambas cifras obviamente son consideradas por la empresa en los EERR que publica, pero están contemplados dentro de otras partidas. Es así como, la depreciación está dentro del ítem “Costos de distribución”, mientras que la amortización de intangibles está en la partida “Gastos de administración”. Dicho lo anterior, se obtuvo lo siguiente:

Tabla 23: Depreciación y amortización de intangibles

Valores en MUF	2014	2015	2016	2017	3T 2018
Depreciación y Amortización	296,81	325,72	330,27	342,01	274,06
Depreciación del ejercicio	213,15	219,32	211,34	209,01	169,46
Depreciación acumulada	1.712,70	1.925,67	2.113,38	2.322,39	2.491,52
Amortización de intangible	83,66	106,40	118,93	133,00	104,60
Amortización acumulada	298,05	402,79	521,73	654,73	736,92

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias Anuales de Hites

Debido a que las variaciones de ambas partidas son positivas año tras año, pero a su vez no son constantes o similares, se optó por calcular la media armónica de la variación del periodo analizado, de tal manera de poder obtener un estimador de estos ítems para la proyección, quedando:

Tabla 24: Estimación de depreciación y amortización de intangibles

2014	2015	2016	2017	2018	Media armónica
-	9,74%	1,40%	3,55%	6,84%	3,21%

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias Anuales de Hites

8.2 Inversión de Reposición y Nuevas Inversiones

En el periodo evaluado hubo una disminución en la inversión en Activo Fijo (promedio de -29,47 MUF), razón por la cual se tomará el total de aumento de la depreciación observado de 2014 a sept 2018 para calcular tanto la inversión en reposición (62%,

calculado como depreciación sobre AF para todo el periodo) como en capital físico (se estimó en un 5%, considerando los planes de inversión de la empresa que van en dirección de abrir nuevas tiendas, pero de menor tamaño, además de seguir fomentando el desarrollo del segmento de las compras por internet). De esa manera, se obtuvo lo siguiente:

Tabla 25: Depreciación sobre activos fijos

Valores en MUF	2014	2015	2016	2017	3T 18	Promedio
Compras de propiedades, planta y equipo	453,39	320,26	277,57	312,13	335,49	339,77
Aumento/Disminución		-133,12	-42,69	34,56	23,36	-29,47
% aumento		-29,36%	-13,33%	12,45%	7,48%	-5,69%
Deprec del ej + aumento act fijo	750,19	539,59	488,91	521,14	504,94	
Variación		-210,61	-50,68	32,23	-16,20	-61,31
Deprec del ejercicio	213,15	219,32	211,34	209,01	169,46	
Compras de propiedades, planta y equipo	453,39	320,26	277,57	312,13	335,49	339,77
% dep sobre AF	47%	68%	76%	67%	51%	62%

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias Anuales de Hites

Tabla 26: Estimación de inversión en reposición y nuevas inversiones

	3T 18	IV trim 18	2019	2020	2021	2022	2023
Depreciación ejercicio	169,46	56,49	225,94	225,94	225,94	225,94	225,94
Inversión en reposición	104,76	34,92	139,68	139,68	139,68	139,68	335,49
Inversión en capital físico	23,36	7,79	32,70	34,34	36,05	37,85	-

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias Anuales de Hites

8.2 Capital de Trabajo

Para obtener el Capital de trabajo, se calculó la variación de éste durante todo el periodo analizado, para luego obtener el Retorno de Capital de Trabajo Operacional Neto (RCTON). Posteriormente, con los RCTON ya calculados, se obtuvo la media armónica de ellos, de manera de equilibrar de mejor manera las variaciones más pronunciadas. Finalmente, con esa media, se procedió a calcular el capital de trabajo requerido para todo el periodo analizado, y ese mismo será usado más adelante para proyectar los años posteriores.

Los cálculos obtenidos fueron los siguientes:

Tabla 27: Estimación del capital de trabajo requerido

Capital de trabajo	2014	2015	2016	2017	Media armónica
Activos corrientes	7.111,88	7.217,88	7.260,36	8.356,46	
Pas corrientes	2.451,88	2.559,86	2.246,64	2.751,34	
CTON	4.660,00	4.658,02	5.013,73	5.605,12	
Ingresos de actividades ordinarias	11.169,70	10.938,72	11.480,56	11.637,76	
RCTON	41,72%	42,58%	43,67%	48,16%	43,90%
Capital de trabajo requerido	4.945,31	4.843,04	5.082,94	5.152,54	

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias Anuales de Hites

Tabla 28: Estimación del capital de trabajo requerido

Valores en MUF	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de actividades ordinarias	11.802,81	11.970,21	12.139,98	12.312,15	12.486,77	12.663,86
Capital de trabajo requerido	5.181,56	5.255,05	5.329,58	5.405,17	5.481,83	5.559,57
Capital de trabajo (déficit)	72,46	73,49	74,53	75,59	76,66	77,75

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias Anuales de Hites

8.3 Activos Prescindibles

No se consideraron activos prescindibles para la compañía Hites en el periodo evaluado, debido a que todos ellos aportan a la generación de valor para la empresa.

8.4 Flujo de Caja Proyectado

Con la información presentada en los puntos anteriores, y teniendo en consideración los supuestos ya mostrados, los cuales se vuelven a reiterar:

- Depreciación y Amortización: se calculó la media armónica de las variaciones entre 2014 y 2018 (que fue de 3,21%), para luego proyectar los valores desde 2019 a 2023.
- Inversión en reposición: con la depreciación del ejercicio fija a contar del 2018, se calculó el porcentaje promedio de depreciación del periodo evaluado sobre el total de los activos fijos, lo que dio un 62%. Luego a los valores fijos de la depreciación se le calculó el porcentaje promedio obtenido para llegar a la inversión en reposición.

- Inversión en capital físico: Se estimó un 5%, considerando los planes de inversión de la compañía, que irán en línea con abrir tiendas de menor tamaño, y a potenciar el canal de venta online.
- Aumentos y/o disminuciones del capital de trabajo: se calculó el capital de trabajo de cada periodo, para luego obtener el % que éste representaba sobre los ingresos por ventas. Posteriormente, a las ventas proyectadas, se le aplicó la media armónica de las variaciones del capital del trabajo del periodo evaluado (que alcanzó un 44,27%), de manera de poder proyectarlo hasta 2022.

Entonces, el FCL queda como:

Tabla 29: Flujo de Caja Libre proyectado

Flujo de caja MUF	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ganancia atribuible a los propietarios de la controladora	425,23	399,93	369,47	333,47	291,40	242,47
Dep y Amortización	365,41	377,15	389,27	401,77	414,68	428,00
Ing financieros	20,41	17,43	14,88	12,71	10,85	
Ctos financieros	221,16	213,55	206,19	199,09	192,23	192,23
Diferencias de cambio	-1,74	-1,64	-1,55	-1,47	-1,39	
Resultado por unidades de reajuste	-21,70	-16,44	-12,45	-9,43	-7,14	
FCB	1.008,78	989,97	965,80	936,14	900,63	862,69
Inv en reposición	-139,68	-139,68	-139,68	-139,68	-139,68	-335,49
Inv en capital físico	-31,14	-32,70	-34,34	-36,05	-37,85	
Aumentos y disminuciones Cap de trab	-73,08	-74,11	-75,16	-76,23	-77,31	
FCL	764,88	743,48	716,62	684,18	645,78	527,20
Valor terminal					4.375,14	
FCL+VT	764,88	743,48	716,62	684,18	5.020,93	

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias Anuales y EEFF de Hites

Respecto al valor terminal, este fue calculado dividiendo el valor del Flujo de Caja Libre para el año de perpetuidad (año 2023), por la tasa de costo de capital (WACC=10,73%).

CAPÍTULO 9: VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA FIRMA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN

Finalmente, se procede a realizar una valoración económica del precio de la acción en base al Método de Flujos de Caja Descontados (MFCD). Para ello, cabe mencionar que se supuso un valor terminal sin crecimiento de la proyección realizada anteriormente, mientras que la tasa de costo de capital utilizada corresponde a la ya calculada en el punto 5.2.7 Costo de Capital. Para obtener lo anterior, es necesario calcular el valor económico de la empresa al cierre del 3T 2018, el cual se muestra a continuación:

Tabla 30: Valor económico de la empresa

Valor de activos operacionales MUF (30/09/2018)	5.705
Efectivo y Efectivo Equivalente MUF	1.398
Otros Activos Financieros MUF	13
Déficit de Capital de Trabajo MUF	-5.225,62
Deuda UF (30/09/2018)	4.953
Patrimonio Económico MUF (30/09/2018)	6.844
UF 30-09-2018	27.357,45
Patrimonio Económico (Miles CLP)	187.228.944

Fuente: Elaboración propia

Ahora bien, como ya obtuvimos el Patrimonio Económico en pesos, y teniendo el número de acciones de la compañía, es posible realizar una estimación del precio de la acción. Para ello, se divide el Patrimonio Económico obtenido (multiplicado por 1000, debido a que todas las cifras se encuentran en miles de millones), y eso es dividido por el número de acciones de Hites. Con todo eso, obtenemos el valor de la acción, el cual se muestra en la siguiente tabla:

Tabla 31: Valoración del precio de la acción por FCD

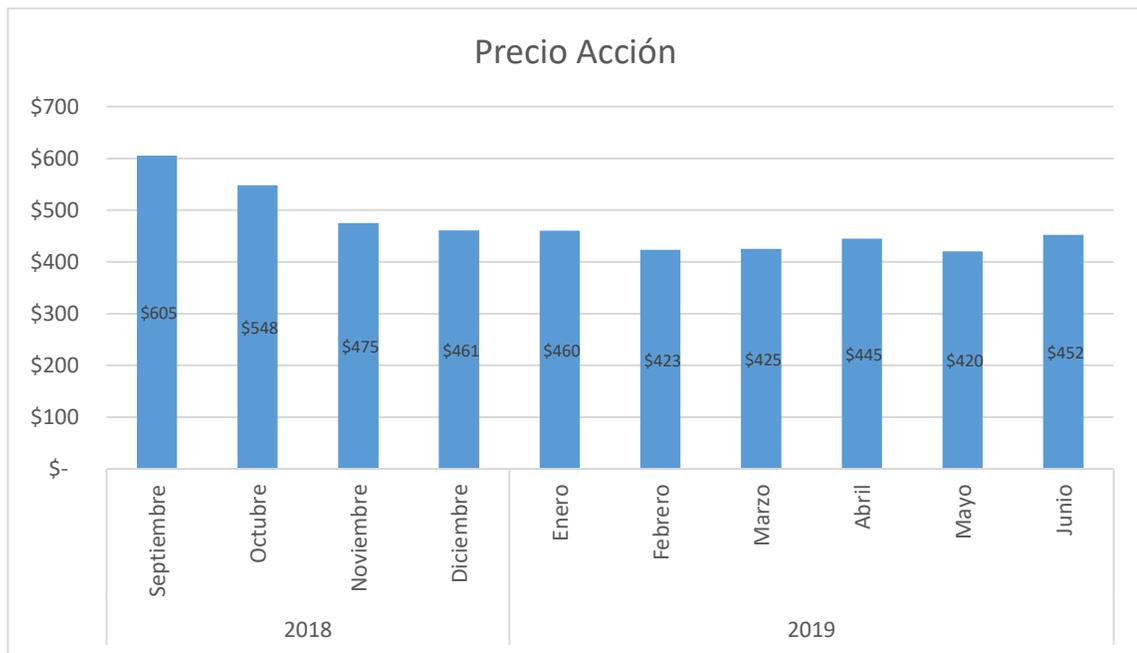
Número de acciones	377.124.663
Precio por acción CLP	496
Precio Real CLP al 28-09-2018	605
Diferencia	-18%

Fuente: Elaboración propia

Con los cálculos observados en los puntos anteriores, se ha llegado que el precio de la acción de la compañía Hites, obtenido mediante el MVFCD, es de \$496, menor al valor

de mercado registrado al 28-09-2018, que fue de \$605, con lo que se puede concluir que existe una sobrevaloración del mercado en el precio de la acción a esa fecha, que alcanza un 18%, y si se observa la tendencia posterior (hasta el primer semestre de 2019; valor de \$452), es posible verificar que el mercado ha ido ajustando cada vez más el precio de la acción de esta compañía, haciéndolo más cercano a lo que sus estados financieros reflejan. Lo anterior es más visible en el gráfico a continuación, en donde se muestra el último valor del precio de la acción de la compañía por cada mes, desde septiembre 2018 a junio 2019.

Evolución del precio de la acción HITES



CONCLUSIÓN

El análisis realizado busca determinar, a través del MVFCD, el precio teórico de la acción de Empresas Hites S.A. al cierre del tercer trimestre del año 2018.

El MVFCD es considerado como una metodología científica y teóricamente precisa para realizar una valoración como la que aquí se mostró, y lo anterior se debe a que éste se fundamenta en una proyección de los FCL, los que permiten estimar el valor de la empresa.

Con todo el proceso anterior, este trabajo dio como conclusión un precio por acción igual a \$496 que resultó ser menor al valor real de la acción para el 28-09-2018 que alcanzó los \$605. Como ya se mencionó a finales del Capítulo 9, el haber llegado a ese precio de la acción nos indica que a esa fecha el valor real estaba siendo sobrevalorado por el mercado en aproximadamente un 18%.

Finalmente, resulta evidente con el análisis realizado, que a medida que avanza el tiempo el valor de la acción de la compañía ha presentado un ajuste paulatino en su valor, el cual va en línea con los resultados financieros que posee. Solo a modo de complemento, al cierre del primer semestre del año 2019 (28-06-2019) el valor de la acción alcanzó los \$452, con lo cual se confirma la tendencia que se acaba de mencionar.

BIBLIOGRAFÍA

- <https://www.america-retail.com/chile/chile-tres-grandes-del-retail-concentraron-94-de-las-ganancias-en-2017/>
- <https://www.america-retail.com/chile/chile-hites-estamos-acelerando-plan-de-expansion-de-la-mano-de-la-omnicanalidad/>
- <https://www.america-retail.com/chile/chile-cencosud-potencia-sus-tiendas-por-departamento-con-formatos-mas-pequenos-y-nuevas-marcas/>
- <https://www.america-retail.com/chile/chile-falabella-busca-ser-el-lider-del-comercio-en-latinoamerica/>
- <https://www.america-retail.com/chile/chile-el-ecommerce-nacional-crece-a-tasas-de-30-interanual/>
- <https://www.america-retail.com/chile/chile-reparto-del-e-commerce-35-compro-en-falabella-y-aliexpress-supera-el-10/>
- <https://www.america-retail.com/chile/chile-ripley-crece-2-en-2018-pero-encoge-su-utilidad-19/>
- <https://www.america-retail.com/chile/chile-ingresos-de-cencosud-aumentan-por-crecimiento-en-todos-los-paises/>
- <https://www.america-retail.com/chile/chile-ganancias-de-hites-cayeron-37-en-2018-a-8-300-019/>
- Memoria Anual Empresas Hites S.A. Años 2013, 2014, 2015, 2016, 2017 y 2018
- Empresas Hites S.A y Subsidiarias, Estados Financieros Consolidados Intermedios al 30 de septiembre de 2018
- Comunicado Resultados Hites 3Q2018
- Presentación Resultados 3T18 Empresas Hites. Diciembre 2018
- Memorias Anuales de Ripley, Falabella, Cencosud y La Polar, desde los años 2014 a 2017

ANEXOS

Estado Financieros Hites (miles de CLP y miles de UF)

Estado de situación financiera, corriente/no corriente - Estados financieros consolidados	CLP					UF				
	30-09-2018	31-12-2017	31-12-2016	31-12-2015	31-12-2014	30-09-2018	31-12-2017	31-12-2016	31-12-2015	31-12-2014
Activos [sinopsis]										
Activos corrientes [sinopsis]										
Efectivo y equivalentes al efectivo	38.252.831	50.080.132	18.316.578	21.165.885	27.379.896	1.398,26	1.868,79	695,18	825,85	1.111,78
Otros activos financieros corrientes	360.854	5.738.001	5.583.736	5.293.950	-	13,19	214,12	211,92	206,56	-
Otros activos no financieros corrientes	1.128.959	1.149.971	988.689	2.570.586	1.927.520	41,27	42,91	37,52	100,30	78,27
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	105.267.237	123.739.933	122.034.614	119.467.957	112.332.439	3.847,85	4.617,48	4.631,65	4.661,42	4.561,33
Inventarios corrientes	50.047.789	40.629.090	38.395.383	32.824.104	28.338.013	1.829,40	1.516,12	1.457,24	1.280,74	1.150,68
Activos por impuestos corrientes, corrientes	1.898.480	2.600.442	5.976.838	3.665.255	5.167.059	69,40	97,04	226,84	143,01	209,81
Total de activos corrientes distintos de los activo o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como	196.956.150	223.937.569	191.295.838	184.987.737	175.144.927	7.199,36	8.356,46	7.260,36	7.217,88	7.111,88
Activos corrientes totales	196.956.150	223.937.569	191.295.838	184.987.737	175.144.927	7.199,36	8.356,46	7.260,36	7.217,88	7.111,88
Activos no corrientes [sinopsis]										
Otros activos financieros no corrientes	-	-	-	4.992.014	1.890.084	-	-	-	194,78	76,75
Otros activos no financieros no corrientes	605.501	981.346	545.223	667.744	825.891	22,13	36,62	20,69	26,05	33,54
Cuentas por cobrar no corrientes	23.370.824	23.232.992	20.838.589	17.379.550	17.139.434	854,28	866,96	790,90	678,12	695,96
Activos intangibles distintos de la plusvalía	10.407.213	10.866.339	12.784.186	14.113.606	12.446.344	380,42	405,49	485,21	550,69	505,39
Propiedades, planta y equipo	45.486.350	42.854.195	40.973.751	40.621.160	39.956.302	1.662,67	1.599,15	1.555,10	1.584,96	1.622,45
Activos por impuestos diferidos	41.726.136	33.343.125	30.709.255	30.036.909	27.998.777	1.525,22	1.244,23	1.165,53	1.171,98	1.136,91
Total de activos no corrientes	121.596.024	111.277.997	105.851.004	107.810.983	100.256.832	4.444,71	4.152,45	4.017,42	4.206,59	4.071,00
Total de activos	318.552.174	335.215.566	297.146.842	292.798.720	275.401.759	11.644,07	12.508,91	11.277,78	11.424,47	11.182,87

Estado de situación financiera, corriente/no corriente - Estados financieros consolidados	CLP					UF				
	30-09-2018	31-12-2017	31-12-2016	31-12-2015	31-12-2014	30-09-2018	31-12-2017	31-12-2016	31-12-2015	31-12-2014
Patrimonio y pasivos [sinopsis]										
Pasivos [sinopsis]										
Pasivos corrientes [sinopsis]										
Otros pasivos financieros corrientes	39.927.626	15.930.725	6.606.220	18.399.116	12.513.060	1.459,48	594,47	250,73	717,90	508,10
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	32.626.572	42.332.459	41.814.764	37.719.075	38.553.900	1.192,60	1.579,68	1.587,02	1.471,73	1.565,51
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	1.414.978	2.450.028	3.320.682	2.306.301	2.595.536	51,72	91,43	126,03	89,99	105,39
Otras provisiones a corto plazo	4.123.936	990.122	1.001.521	904.426	789.103	150,74	36,95	38,01	35,29	32,04
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	5.366.276	4.637.037	1.913.778	275.879	-	196,15	173,04	72,63	10,76	-
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	2.502.225	7.390.310	4.537.339	4.149.712	3.744.942	91,46	275,78	172,21	161,91	152,07
Otros pasivos no financieros corrientes	-	-	-	1.852.368	2.186.093	-	-	-	72,28	88,77
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la	85.961.613	73.730.681	59.194.304	65.606.877	60.382.634	3.142,16	2.751,34	2.246,64	2.559,86	2.451,88
Pasivos corrientes totales	85.961.613	73.730.681	59.194.304	65.606.877	60.382.634	3.142,16	2.751,34	2.246,64	2.559,86	2.451,88
Pasivos no corrientes [sinopsis]										
Otros pasivos financieros no corrientes	95.563.652	109.030.429	90.341.000	88.713.686	82.795.692	3.493,15	4.068,58	3.428,76	3.461,44	3.361,97
Pasivo por impuestos diferidos	1.618.967	2.338.368	2.824.269	-	-	66,49	87,26	107,19	-	-
Pasivos por impuestos corrientes, no corrientes	-	-	-	2.608.783	1.911.788	-	-	-	101,79	77,63
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	441.808	372.765	1.404.607	677.705	138.977	16,15	13,91	53,31	26,44	5,64
Otros pasivos no financieros no corrientes	-	-	-	-	1.229.319	-	-	-	-	49,92
Total de pasivos no corrientes	97.824.427	111.741.562	94.569.876	92.000.154	86.075.776	3.575,79	4.169,75	3.589,26	3.589,68	3.495,16
Total de pasivos	183.786.040	185.472.243	153.764.180	157.607.031	146.458.410	6.717,95	6.921,09	5.835,90	6.149,54	5.947,04
Patrimonio [sinopsis]										
Capital emitido	75.726.664	75.726.664	75.726.664	75.726.664	75.726.664	2.768,05	2.825,82	2.874,10	2.954,72	3.074,93
Ganancias (pérdidas) acumuladas	55.309.673	70.204.585	64.006.944	55.527.149	48.606.285	2.021,74	2.619,76	2.429,29	2.166,57	1.973,69
Prima de emisión	1.761.271	1.761.271	1.761.271	1.761.271	1.761.271	64,38	65,72	66,85	68,72	71,52
Otras reservas	1.955.892	2.039.265	1.878.471	2.156.189	2.833.675	71,49	76,10	71,29	84,13	115,06
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	134.753.500	149.731.785	143.373.350	135.171.273	128.927.895	4.925,66	5.587,39	5.441,53	5.274,13	5.235,20
Participaciones no controladoras	12.634	11.538	9.312	20.416	15.454	0,46	0,43	0,35	0,80	0,63
Patrimonio total	134.766.134	149.743.323	143.382.662	135.191.689	128.943.349	4.926,12	5.587,83	5.441,88	5.274,93	5.235,83
Total de patrimonio y pasivos	318.552.174	335.215.566	297.146.842	292.798.720	275.401.759	11.644,07	12.508,91	11.277,78	11.424,47	11.182,87

Estado de Resultados Hites (miles de CLP y miles de UF)

Estado del resultado, por función de gasto – Estados financieros consolidados	MCLP					MUF				
	Desde 2016-01-01 Hasta 2016-09-30	Desde 2017-01-01 Hasta 2017-12-31	Desde 2016-01-01 Hasta 2016-12-31	Desde 2015-01-01 Hasta 2015-12-31	Desde 2014-01-01 Hasta 2014-12-31	Desde 2016-01-01 Hasta 2016-09-30	Desde 2017-01-01 Hasta 2017-12-31	Desde 2016-01-01 Hasta 2016-12-31	Desde 2015-01-01 Hasta 2015-12-31	Desde 2014-01-01 Hasta 2014-12-31
Ganancia (pérdida) [sinopsis]										
Ingresos de actividades ordinarias	220.842.594	311.870.350	302.489.675	280.349.317	275.077.376	8.072,48	11.637,76	11.480,56	10.938,72	11.169,70
Costo de ventas	134.266.869	186.307.157	180.681.656	167.967.645	168.068.632	4.907,87	6.952,24	6.857,51	6.553,79	6.824,54
Ganancia bruta	86.575.725	125.563.193	121.808.019	112.381.672	107.008.744	3.164,61	4.685,52	4.623,05	4.384,93	4.345,16
Otros ingresos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Costos de distribución	2.735.090	3.392.007	3.052.523	2.632.342	2.410.639	99,98	126,58	115,85	102,71	97,89
Gastos de administración	72.142.925	99.364.054	92.237.839	85.052.587	81.563.534	2.637,05	3.707,87	3.500,76	3.318,60	3.311,94
Otros gastos, por función	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras ganancias (pérdidas)	-307.026	-136.299	-800.448	-1.117.873	-322.077	-11,22	-5,09	-30,38	-43,62	-13,08
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	11.390.684	22.670.833	25.717.209	23.578.870	22.712.494	416,36	845,99	976,06	920,00	922,26
Ganancias (pérdidas) que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos financieros	726.604	640.601	819.565	893.592	953.129	26,56	23,90	31,11	34,87	38,70
Costos financieros	5.417.774	6.138.197	6.835.964	6.488.089	6.304.080	198,04	229,05	259,45	253,15	255,98
Deterioro de valor de ganancias y reversión de pérdidas por deterioro de valor (pérdidas por participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Diferencias de cambio	-242.658	-49.299	-23.756	-1.167.626	-1.446.166	-8,87	-1,84	-0,90	-45,56	-58,72
Resultados por unidades de reajuste	-1.199.653	-767.920	-1.259.006	-1.663.445	-1.707.254	-43,85	-28,66	-47,78	-64,90	-69,32
Ganancias (pérdidas) que surgen de diferencias entre importes en libros anteriores y el valor	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ganancia (pérdida) acumulada anteriormente reconocida en otro resultado integral que surge de la reclasificación de activos financieros de la categoría	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ganancias (pérdidas) de cobertura por cobertura de un grupo de partidas con posiciones de riesgo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	5.257.203	16.356.018	18.418.048	15.153.302	14.208.123	192,17	610,34	699,03	591,25	576,93
Gasto por impuestos a las ganancias	946.297	2.975.372	2.578.527	2.121.382	1.739.236	34,59	111,03	97,86	82,77	70,62
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones	4.310.906	13.380.646	15.839.521	13.031.920	12.468.887	157,58	499,31	601,17	508,48	506,31
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ganancia (pérdida)	4.310.906	13.380.646	15.839.521	13.031.920	12.468.887	157,58	499,31	601,17	508,48	506,31

Estado de Resultados Hites Projectado (miles de CLP y miles de UF)

Estado del resultado, por función de gasto – Estados financieros consolidados	Variaciones %			Promedio del periodo	Proyección EERR en MUF				
	2015	2016	2017		2018	2019	2020	2021	2022
Ganancia (pérdida) [sinopsis]									
Ingresos de actividades ordinarias	-2,07%	4,95%	1,37%	1,42%	11.802,81	11.970,21	12.139,98	12.312,15	12.486,77
Costo de ventas	-3,97%	4,63%	1,38%	0,68%	6.999,71	7.047,51	7.095,63	7.144,08	7.192,86
Ganancia bruta	0,92%	5,43%	1,35%	2,57%	4.803,10	4.922,70	5.044,35	5.168,08	5.293,91
Otros ingresos									
Costos de distribución	4,93%	12,80%	9,25%	8,99%	137,96	150,37	163,89	178,63	194,70
Gastos de administración	0,20%	5,49%	5,92%	3,87%	3.851,32	4.000,32	4.155,08	4.315,83	4.482,80
Otros gastos, por función									
Otras ganancias (pérdidas)	233,51%	-30,35%	-83,26%	39,97%	- 7,12	- 9,96	- 13,95	- 19,52	- 27,32
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	-0,24%	6,09%	-13,33%	-2,49%	806,70	762,05	711,43	654,09	589,09
Ganancias (pérdidas) que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado									
Ingresos financieros	-9,91%	-10,79%	-23,15%	-14,62%	20,41	17,43	14,88	12,71	10,85
Costos financieros	-1,10%	2,49%	-11,72%	-3,44%	221,16	213,55	206,19	199,09	192,23
Deterioro de valor de ganancias y reversión de pérdidas por deterioro de valor (pérdidas por deterioro de valor) determinado de acuerdo con la NIIF 9									
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación									
Diferencias de cambio	-22,42%	-98,02%	104,04%	-5,47%	- 1,74	- 1,64	- 1,55	- 1,47	- 1,39
Resultados por unidades de reajuste	-6,38%	-26,38%	-40,03%	-24,26%	- 21,70	- 16,44	- 12,45	- 9,43	- 7,14
Ganancias (pérdidas) que surgen de diferencias entre importes en libros anteriores y el valor razonable de activos financieros reclasificados como medidos al valor									
Ganancia (pérdida) acumulada anteriormente reconocida en otro resultado integral que surge de la reclasificación de activos financieros de la categoría de medición de valor razonable con cambios en otro resultado integral a la de valor razonable con									
Ganancias (pérdidas) de cobertura por cobertura de un grupo de partidas con posiciones de riesgo compensadoras									
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	2,48%	18,23%	-12,69%	2,67%	582,51	547,85	506,12	456,81	399,18
Gasto por impuestos a las ganancias	17,20%	18,23%	13,45%	16,30%	157,28	147,92	136,65	123,34	107,78
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	0,43%	18,23%	-16,94%	0,57%	425,23	399,93	369,47	333,47	291,40
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas									
Ganancia (pérdida)	0,43%	18,23%	-16,94%	0,57%	425,23	399,93	369,47	333,47	291,40

Valores Unidades de Fomento utilizados

Años	2018	2017	2017	2016	2015	2014
Fecha	30-09-2018	30-09-2017	31-12-2017	31-12-2016	31-12-2015	31-12-2014
Valor UF	27.357,45	26.656,79	26.798,14	26.347,98	25.629,09	24.627,10