

# VALORACIÓN DE EMPRESAS HITES S.A. MEDIANTE EL MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

VALORACIÓN PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumna: Alejandra Bravo C.

Profesor Guía: Francisco Marcet

**SEPTIEMBRE, 2021**

## Contenido

1.	RESUMEN EJECUTIVO .....	6
2.	METODOLOGÍA .....	6
2.1.	Principales métodos de valoración .....	6
2.2.	Modelo de descuento de dividendos.....	7
2.3.	Método de flujos de caja descontados.....	8
2.4.	Método de múltiplos.....	11
3.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA .....	14
3.1.	Descripción de la industria.....	14
3.2.	Descripción de la empresa y su historia.....	15
3.3.	Regulación y fiscalización.....	17
3.4.	Principales accionistas .....	18
3.5.	Empresas de la industria .....	19
4.	ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA.....	22
4.1.	Estado de situación financiera de Hites .....	22
4.2.	Estado de resultados .....	23
4.3.	Estado de flujos de efectivo .....	24
4.4.	Ratios financieros .....	25
5.	ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	28
5.1.	Deuda financiera .....	28
5.2.	Patrimonio económico .....	31
5.3.	Valor económico de la empresa .....	32
5.4.	Estructura de capital objetivo.....	32
6.	ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA .....	35
6.1.	Costo de la deuda .....	35
6.2.	Beta de la deuda .....	35
6.3.	Estimación del beta patrimonial .....	36
6.4.	Beta patrimonial sin deuda .....	36
6.5.	Costo patrimonial.....	37
6.6.	Costo de capital.....	38
7.	ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	39
7.1.	Análisis de crecimiento de la empresa.....	39

7.2.	Análisis de crecimiento de la industria .....	41
7.3.	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa .....	43
7.4.	Análisis del resultado no operacional de la empresa .....	44
7.5.	Análisis de los activos de la empresa .....	44
<b>8.</b>	<b>PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....</b>	<b>46</b>
8.1.	Ingresos operacionales proyectados .....	46
8.2.	Costos operacionales proyectados.....	47
8.3.	Resultado no operacional proyectado.....	48
8.4.	Impuesto corporativo proyectado.....	49
8.5.	Estado de resultados proyectado en miles de UF .....	49
8.5.1.	Supuestos utilizados.....	50
8.6.	Estado de resultados proyectado porcentual .....	52
<b>9.</b>	<b>PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE .....</b>	<b>53</b>
9.1.	Depreciación y amortización.....	53
9.2.	Inversión en reposición.....	54
9.3.	Inversión en capital físico .....	54
9.4.	Inversión (liberación) de capital de trabajo.....	55
9.5.	Valor terminal .....	56
9.6.	Proyección de los flujos de caja libre .....	56
<b>10.</b>	<b>PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO.....</b>	<b>57</b>
10.1.	Valor presente de los flujos de caja libre .....	57
10.2.	Déficit (Exceso) de capital de trabajo .....	57
10.3.	Activos prescindibles.....	57
10.4.	Deuda financiera.....	57
10.5.	Valorización económica de la empresa y del precio de la acción .....	58
10.6.	Análisis de sensibilidad .....	59
<b>11.</b>	<b>CONCLUSIÓN.....</b>	<b>61</b>
<b>12.</b>	<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>62</b>

## Índice de Tablas:

Tabla 1: Ingresos del segmento retail, por empresa. ....	14
Tabla 2: Antecedentes generales de Hites.....	17
Tabla 3: Principales accionistas de Hites. ....	18
Tabla 4: Antecedentes generales de Tricot.....	20
Tabla 5: Antecedentes generales de La Polar. ....	20
Tabla 6: Antecedentes generales de Ripley Corp. ....	21
Tabla 7: Principales cuentas de activos de Hites. ....	22
Tabla 8: Principales cuentas de pasivos de Hites. ....	23
Tabla 9: Principales cuentas de patrimonio de Hites.....	23
Tabla 10: Principales cuentas del estado de resultados de Hites.....	24
Tabla 11: Principales cuentas del estado de flujo de efectivo de Hites. ....	25
Tabla 12: Principales ratios de liquidez de Hites. ....	26
Tabla 13: Principales ratios de endeudamiento de Hites.....	26
Tabla 14: Principales ratios de rentabilidad de Hites.....	27
Tabla 15: Detalle de la deuda financiera de Hites. ....	28
Tabla 16: Antecedentes generales del bono Serie B de Hites.....	29
Tabla 17: Antecedentes generales del bono Serie C de Hites. ....	29
Tabla 18: Antecedentes generales del bono Serie C de Hites. ....	30
Tabla 19: Patrimonio económico de Hites.....	31
Tabla 20: Valor económico de Hites. ....	32
Tabla 21: Estructura de capital de Hites. ....	33
Tabla 22: Beta de la acción de Hites.....	36
Tabla 23: Detalle de ingresos de Hites. ....	39
Tabla 24: Variación porcentual de ingresos de Hites. ....	39
Tabla 25: Costos y gastos operacionales de Hites.....	43
Tabla 26: Resultado operacional como porcentaje de los ingresos.....	44
Tabla 27: Resultados no operacionales de Hites. ....	44
Tabla 28: Desglose de activos de Hites .....	45
Tabla 29: Proyección de ingresos operacionales .....	46
Tabla 30: Proyección de costos operacionales .....	48
Tabla 31: Proyección de resultado no operacional.....	49
Tabla 32: Estimación del impuesto a las ganancias.....	49
Tabla 33: Proyección del estado de resultados.....	50
Tabla 34: Supuestos utilizados en el cálculo de ingresos segmento retail ..... 51	51
Tabla 35: Supuestos utilizados en el cálculo de ingresos segmento financiero..... 52	52
Tabla 36: Detalle del estado de resultados real y proyectado, como porcentaje de las ventas..... 52	52
Tabla 37: Depreciación y amortización histórica ..... 53	53
Tabla 38: Depreciación y amortización proyectada ..... 54	54
Tabla 39: Inversión histórica en PPE e intangibles ..... 54	54
Tabla 40: Propiedad, planta y equipo proyectado ..... 54	54

Tabla 41: Necesidad de capital de trabajo operativo histórica .....	55
Tabla 42: Capital de trabajo operativo proyectado .....	56
Tabla 43: Flujos de caja libre proyectados .....	56
Tabla 44: Valor presente de los flujos de caja libre proyectados.....	57
Tabla 45: Valoración económica al 30 de junio de 2020 .....	58
Tabla 46: Análisis de sensibilidad .....	60

## 1. RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo de este trabajo es la determinación del valor de la acción de **Empresas Hites S.A.**, al 30 de junio de 2020, a través del método de flujos de caja descontados.

Hites es una empresa chilena, con más de 80 años de trayectoria, enfocada actualmente en los negocios *retail* y financiero. A la fecha de la valoración, su patrimonio económico alcanzaba los \$ 61 millones de dólares.

Este informe presenta la metodología a utilizar para la valoración, la descripción de la empresa a evaluar y de su industria, para identificar aspectos relevantes que deben tenerse en cuenta a la hora de estimar un valor y obtener una visión acerca de cuáles empresas pueden ser comparables. Posteriormente, se presenta la información financiera de la compañía y el costo de capital, que sirven de base para realizar las proyecciones que permiten obtener los flujos de caja futuros y descontarlos para obtener el valor estimado de la acción al término del primer semestre del año 2020.

Como resultados finales, el precio de la acción obtenido es de \$136 lo que implica una desviación de 1,8%, respecto del valor real en la fecha indicada (\$134). El análisis de sensibilidad muestra distintos escenarios considerados.

## 2. METODOLOGÍA

### 2.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos

mixtos) o iv) en el descuento de flujo de fondos.<sup>1</sup> Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y además, dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. 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 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 comparables<sup>2</sup>. Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el de flujos de caja descontados. Este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

## 2.2. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones. El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la acción} = DPA / Kp$$

Donde: *DPA*, es el dividendo por acción; y *Kp*, es la rentabilidad exigida a las acciones.

---

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

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

La rentabilidad exigida a las acciones, conocida también como el coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante  $g$ , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la acción} = DPA_1 / (Kp - g)$$

Donde:  $DPA_1$ , son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

### **2.3. Método de flujos de caja descontados**

El caso del método de flujo de caja descontado, en adelante FCD, 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.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el 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 FCD. 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 método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000, p. 36.

<sup>4</sup> Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), p. 382.



En el método de FCD, 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, este 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, este método 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 FCD 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 FCD 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.

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 FCD, 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 “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por 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 el método de FCD 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.

#### **2.4. Método de múltiplos**

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos:<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

#### 2.4.1. Múltiplos de ganancias:

- Precio de la acción / Utilidad (PU o PE)
- Valor / EBIT
- Valor / EBITDA
- Valor / Flujo de caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado. Si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

#### 2.4.2. Múltiplos de valor libro:

- Precio acción / valor libro de la acción (PV)
- Valor de mercado / Valor libro de activos
- Valor de mercado / Costo de reemplazo (Tobin's Q)

#### 2.4.3. Múltiplos de ventas:

- Precio de la acción / Ventas por acción (PV)

- Value / Sales

2.4.4. Múltiplo de variables de industria específica:

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m<sup>2</sup> construido en *retail*

### 3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

#### 3.1. Descripción de la industria

La industria del *retail* comprende las empresas especializadas en la venta de productos o servicios uniformes a una gran cantidad de clientes, ya sea en locales físicos y/o por internet. En Chile, destacan tres empresas en el rubro: Cencosud, Falabella y Ripley; y al analizar los emisores listados en bolsa, se agregan a la lista La Polar, Hites, Forus y Tricot. Estas compañías han logrado posicionarse en el mercado chileno gracias a una estrategia expansiva desarrollada durante las últimas décadas, diversificando sus productos en otros sectores (financiero e inmobiliario principalmente).

La Tabla 1 resume los ingresos obtenidos por las empresas antes mencionadas durante el año 2019, considerando solamente su segmento *retail* en Chile y la proporción que representa el mismo sobre su ingreso total. Como se puede apreciar, para el caso de **Hites**, este segmento representa un 64% de sus ventas, lo que, comparativamente, se asemeja a Forus, Tricot, La Polar y en menor medida a Ripley.

Tabla 1: Ingresos del segmento retail, por empresa.

MM\$	Ingresos año 2019	% sobre el total de ingresos de la compañía
FALABELLA	1.472.211	16%
CENCOSUD	1.069.323	11%
RIPLEY	787.274	46%
LA POLAR	276.132	79%
HITES	207.628	64%
FORUS	151.983	64%
TRICOT	129.347	70%
Total	4.093.898	

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF y análisis razonados de las empresas, publicados en la CMF.

En la actualidad, por lo menos en el corto plazo, las proyecciones de esta industria son desfavorables, considerando que a fines de 2019 se vio impactada por el estallido social, que implicó cierre forzoso de locales, saqueos y destrucción de inventario y desde marzo de 2020 a la fecha, la pandemia trajo consigo restricciones de movilidad y el cierre temporal del comercio de productos discrecionales, aunque lo anterior se atenúa con los canales de venta por internet, cuya participación ha aumentado durante los últimos años, en la medida que las personas han fortalecido su confianza en la operación de estas plataformas. Con todo, el país ha aumentado su tasa de desocupación a niveles superiores al 11% (a mayo 2020) y los ingresos de muchas familias han disminuido, lo que impacta negativamente en la demanda de productos no esenciales.

### **3.2. Descripción de la empresa y su historia**

#### **2.2.1 Descripción de la empresa**

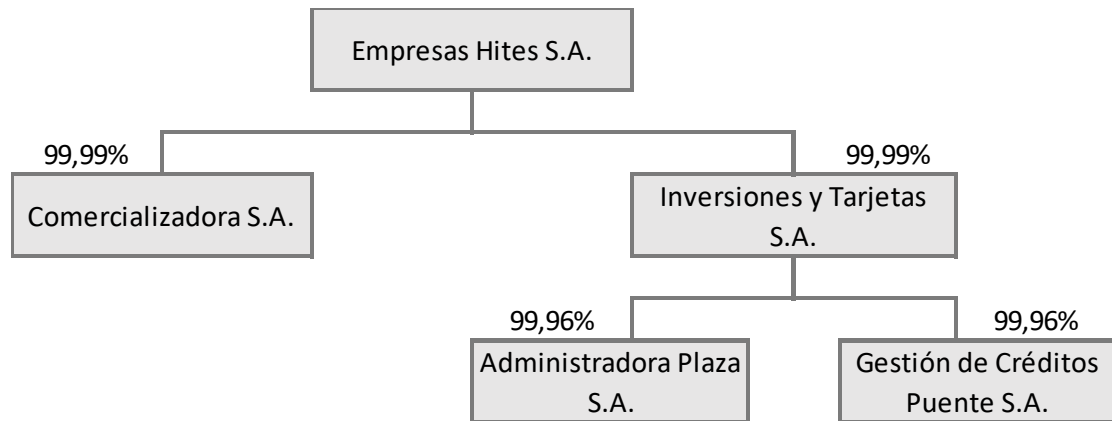
**Empresas Hites S.A. (Hites)** opera en el sector *retail*, bajo la modalidad de tiendas por departamentos, y en el rubro financiero, mediante la tarjeta de crédito Hites, enfocándose en los segmentos C3-D de la población. Actualmente cuenta con 26 tiendas y 137 mil metros cuadrados de superficie disponible para realizar ventas.

Principales filiales: A junio de 2020, **Hites** tiene una participación directa del 99,99% en Comercializadora S.A. e Inversiones y Tarjetas S.A. e indirecta del 99,96% de Administradora Plaza S.A.<sup>6</sup> y Gestión de Créditos S.A.

---

<sup>6</sup> En noviembre de 2019, Administradora Plaza S.A. absorbió la filial Comisiones y Cobranzas S.A.

Ilustración 1: Estructura de Hites y filiales.



Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

Comercializadora S.A.: Es la adquirente, tanto en Chile como en el extranjero, de los productos que se comercializan en las distintas multitiendas que opera la cadena. Además, esta sociedad es la que arrienda las tiendas y concentra la mayor cantidad de gastos.

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 multitiendas, así como las colocaciones de dinero en efectivo y las compras en los comercios adheridos.

Administradora Plaza S.A.: Otorga el servicio de administración de la cartera crediticia asociada a la Tarjeta Hites; y, además, efectúa los servicios de cobranza para los créditos morosos.



Gestión de Créditos Puente S.A.: Desarrolla la cartera de servicios a los que pueden acceder los clientes de **Hites** (promotora del comercio adherido y de los productos adicionales de la Tarjeta Hites).

Tabla 2: Antecedentes generales de Hites.

Antecedentes	Empresas Hites S.A.
Ticker o Nemo-técnico comparable	HITES
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Sector e industria	<i>Retail</i> y financiero
Países y negocios	Chile, negocios <i>retail</i> y financiero

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

### 2.2.2 Reseña Histórica

**Empresas Hites S.A Hites** se constituyó como tal en el año 2000, aunque sus orígenes se remontan al año 1940 con la apertura de su primer local de venta a público bajo la razón social “Hites Hermanos Sociedad Colectiva Comercial”. En 1990 se comenzó a operar con la modalidad de venta a crédito, entregando las primeras tarjetas de “Super Crédito Hites”.

La compañía comenzó un plan de expansión el año 2005, lo que ha significado que actualmente cuente con 26 tiendas, desde Antofagasta hasta Osorno. En diciembre de 2009, se realizó la apertura bursátil de **Hites**, colocando acciones equivalentes a un 29,5% de la propiedad a un valor de \$ 43 millones de dólares.

### 3.3. Regulación y fiscalización

En octubre de 2008 la compañía se inscribió en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros (actual Comisión para el Mercado Financiero –

CMF), acogiéndose desde entonces a las normas aplicables a las sociedades anónimas abiertas, acorde a lo establecido por la ley N° 18.046 y siendo fiscalizada por dicha entidad.

En mayo de 2014, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (actual CMF) aceptó su inscripción en el “Registro de Emisores y Operadores de Tarjetas de Crédito”, 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”, resolviendo en diciembre del mismo año autorizar definitivamente a las dos sociedades para ejercer sus respectivos giros.

### 3.4. Principales accionistas

La siguiente tabla muestra los principales accionistas de la empresa, siendo el principal de ellos BTG Pactual Chile Corredores de Bolsa, con una participación del 38,13% a diciembre 2019:

*Tabla 3: Principales accionistas de Hites.*

<b>Accionistas</b>	<b>Nº acciones</b>	<b>% de participación</b>
BTG Pactual Chile S.A. C. de B.	143.787.594	38,13%
BTG Pactual Small Cap Chile FI (cta.nueva)	65.375.328	17,34%
Compass Small Cap Chile FI	37.322.256	9,90%
Inversiones Paluma Uno LTDA.	35.223.842	9,34%
Chile FI Small Cap	15.365.297	4,07%
FI Santander Small Cap	14.373.743	3,81%
Larrain Vial S.A. C. de B.	11.517.304	3,05%
Banchile C. de B S.A.	11.502.625	3,05%
FM BTG Pactual Chile Accion	9.959.970	2,64%

Siglo XXI FI	6.402.081	1,70%
Banco de Chile por cuenta de Citi Na New York Clie	3.799.006	1,01%
FM Larrain Vial Enfoque	3.408.350	0,90%
<b>Total 12 principales accionistas</b>	<b>358.037.396</b>	<b>94,94%</b>
Otros accionistas	19.087.267	5,06%
<b>Total registro de acciones</b>	<b>377.124.663</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Memoria anual de la empresa.

### 3.5. Empresas de la industria

Como se mencionó anteriormente, en términos de distribución de ingresos, por segmento *retail*, Hites es comparable a Forus, Tricot, La Polar y Ripley, no obstante, en términos de líneas de negocios, Forus no opera en el segmento financiero, por lo que se excluirá como comparable para efectos del desarrollo de este trabajo.

A continuación, se describen las empresas comparables:

**Tricot:** El Grupo de Empresas Tricot, desarrolla sus actividades principalmente en dos segmentos de negocios: (1) Negocio *retail*, que opera en dos formatos de tiendas: Tiendas Tricot especializadas en vestuario, incluyendo calzado y accesorios, y Tiendas Tricot Connect, especializada en artículos de electrónica. (2) Negocio financiero, a través de su tarjeta de crédito (Visa Tricot), otorgando créditos directos a sus clientes tanto a través de la venta en sus tiendas, como en comercios asociados y de avance en efectivo (este segmento también contempla las operaciones de la Corredora de Seguros Tricot Ltda.).

El primer semestre de 2020, la empresa tuvo ingresos por \$ 38.304 millones y \$ 25.150 millones, en los segmentos *retail* y financiero, respectivamente, en tanto que el EBITDA exhibió un resultado negativo de \$ 3.323 millones para el primer segmento mencionado y positivo de \$4.458 millones para el segundo.

Tabla 4: Antecedentes generales de Tricot.

Antecedentes	Empresas Tricot S.A.
Ticker o Nemotécnico comparable	TRICOT
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Sector e industria	<i>Retail</i> y financiero
Países y negocios	Chile, negocios <i>retail</i> y financiero

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

**La Polar:** La empresa desarrolla sus actividades centrándose en dos segmentos: (1) El segmento de *retail* comprende la comercialización de una amplia variedad de productos tales como vestuario, electrodomésticos, muebles para el hogar, artículos electrónicos, computadores personales, entre otros. (2) El segmento de servicios financieros comprende principalmente el otorgamiento de financiamiento a personas mediante la emisión de tarjetas de crédito para la adquisición de productos y servicios en tiendas La Polar y comercios asociados. Considera además la intermediación de seguros para su cartera de clientes, giro de avances en tiendas La Polar y cajeros del Banco Estado. El primer semestre de 2020, la compañía tuvo ingresos por \$ 93.782 millones y \$ 35.279 millones, en los segmentos *retail* y financiero, respectivamente, en tanto que el EBITDA exhibió resultados negativos de \$ 3.323 millones y \$ 1.286 millones, en el mismo orden.

Tabla 5: Antecedentes generales de La Polar.

Antecedentes	Empresas La Polar S.A.
Ticker o Nemotécnico comparable	NUEVAPOLAR
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Sector e industria	<i>Retail</i> y financiero
Países y negocios	Chile, negocios <i>retail</i> y financiero

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

**Ripley Corp:** El Grupo concentra sus actividades en Chile y Perú y sus negocios están orientados a las áreas de *Retail*, Bancaria e Inmobiliaria. (1) El negocio *retail* opera en formato de tiendas por departamento, el cual incluye vestuario, línea blanca, electrónica, decoración, entre otros. (2) El negocio bancario se divide en Banco y Tarjeta Ripley; el primero se orienta principalmente a satisfacer las necesidades de créditos de consumo, cuentas vistas, depósitos a plazo y otros servicios financieros a personas de segmentos de ingresos medios, mientras que la tarjeta opera abiertamente, pudiendo transar en los diferentes comercios nacionales e internacionales. (3) El negocio inmobiliario consiste en el arriendo de centros comerciales.

Teniendo en cuenta solo su operación en Chile, durante el primer semestre de 2020, la empresa tuvo ingresos por \$ 232.936 millones, \$ 140.539 millones y \$ 201 millones, en los segmentos *retail*, bancario e inmobiliario, respectivamente, en tanto que el EBITDA exhibió resultados negativos de \$ 38.405 millones para el primer segmento mencionado y positivos de \$ 32.863 millones y \$ 201 millones en el caso del bancario e inmobiliario, respectivamente.

*Tabla 6: Antecedentes generales de Ripley Corp.*

<b>Antecedentes</b>	<b>Ripley Corp S.A.</b>
Ticker o Nomenclatura comparable	RIPLEY
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Sector e industria	<i>Retail</i> , financiero e inmobiliario
Países y negocios	Chile y Perú, negocios <i>retail</i> , bancario e inmobiliario.

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

## 4. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

### 4.1. Estado de situación financiera de Hites

El principal activo de la compañía son las cuentas por cobrar, las que totalizan a junio de 2020 \$ 4,2 millones de UF, es decir, un 29,8% del activo total. Le siguen los activos por derechos de uso (23,8%), propiedad, planta y equipo (11,0%) e inventarios (10,4%).

A continuación, se presentan los principales activos de la sociedad (Estados financieros completos en Anexo 1):

Tabla 7: Principales cuentas de activos de Hites.

Activos (UF)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	695.180	1.868.791	1.191.007	1.198.248	1.455.950
Deudores comerciales y otras cxc corrientes	4.631.650	4.617.482	4.597.866	4.848.386	3.340.586
Inventarios	1.457.242	1.516.116	1.757.755	1.443.267	1.469.740
<b>Activos corrientes totales</b>	<b>7.260.361</b>	<b>8.356.459</b>	<b>7.745.400</b>	<b>7.639.380</b>	<b>6.348.553</b>
Cuentas por cobrar no corrientes	790.899	866.963	980.087	979.947	885.587
Activos intangibles distintos de la plusvalía	485.206	405.489	335.612	327.125	314.625
Propiedades, Planta y Equipo	1.555.100	1.599.148	1.465.013	1.610.371	1.558.075
Activos por derechos uso contratos de arrendamiento	0	0	227.122	3.477.931	3.380.016
<b>Total de activos no corrientes</b>	<b>4.017.424</b>	<b>4.152.452</b>	<b>4.496.300</b>	<b>7.981.981</b>	<b>7.827.233</b>
<b>Total de activos</b>	<b>11.277.785</b>	<b>12.508.912</b>	<b>12.241.699</b>	<b>15.621.361</b>	<b>14.175.786</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

Respecto de sus pasivos, los principales son los otros pasivos financieros, que a junio de 2020 representan 48,9% del total, seguidos por los pasivos por arrendamientos (38,3%) y las otras cuentas comerciales por pagar (8,4%).

En la tabla 8 se presentan los principales pasivos de la empresa (Estados financieros completos en Anexo 1):

Tabla 8: Principales cuentas de pasivos de Hites.

Pasivos (UF)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20
Otros pasivos financieros corrientes	250.730	594.471	1.511.916	918.323	1.046.108
Obligaciones por contratos de arrendamiento	0	0	22.056	275.080	273.362
Cuentas por pagar comerciales y otras cxp	1.587.020	1.579.679	1.914.421	1.353.317	859.572
<b>Pasivos corrientes totales</b>	<b>2.246.635</b>	<b>2.751.336</b>	<b>3.948.196</b>	<b>3.008.707</b>	<b>2.572.564</b>
Otros pasivos financieros no corrientes	3.428.764	4.068.582	2.962.952	4.228.187	3.940.376
Obligaciones por contratos de arrendamiento	0	0	265.959	3.728.356	3.636.181
<b>Total de pasivos no corrientes</b>	<b>3.589.265</b>	<b>4.169.751</b>	<b>3.303.030</b>	<b>8.018.555</b>	<b>7.635.014</b>
<b>Total pasivos</b>	<b>5.835.900</b>	<b>6.921.086</b>	<b>7.251.226</b>	<b>11.027.262</b>	<b>10.207.578</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

Como se observa en la tabla 9, el patrimonio se compone en su mayoría por capital emitido (66,5% del total) y ganancias acumuladas (30,2%) a junio de 2020. El detalle de la evolución en el siguiente:

Tabla 9: Principales cuentas de patrimonio de Hites.

Patrimonio (UF)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20
Capital emitido	2.874.098	2.825.818	2.747.125	2.674.914	2.638.889
Ganancias (pérdidas) acumuladas	2.429.292	2.619.756	2.107.801	1.785.749	1.197.675
Primas de emisión	66.847	65.724	63.893	62.214	61.376
Otras reservas	71.295	76.097	71.168	70.662	69.710
<b>Patrimonio total</b>	<b>5.441.884</b>	<b>5.587.825</b>	<b>4.990.473</b>	<b>4.594.099</b>	<b>3.968.208</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

## 4.2. Estado de resultados

Los ingresos de la compañía se han mantenido relativamente estables en el periodo 2016-2019, en torno a los \$11,5 millones de UF, aunque decayendo a junio 2020 (anualizado, considerando los últimos doce meses), no obstante lo anterior, el costo de venta presenta una leve tendencia al alza, ubicándose en 62,2% a diciembre de 2019 y siendo de 67,4% a junio 2020 (UDM). Los GAV presentan una leve tendencia a la baja. Con todo, los resultados netos de **Hites** han disminuido en el tiempo producto de

mayores costos financieros y mayores pérdidas en resultados por unidades de reajuste (como se observa en el Anexo 2).

El EBITDA de la sociedad que presentaba una tendencia a la baja hasta el año 2018, aumenta para el año 2019, principalmente por el efecto de mayor depreciación que produce la IFRS 16. A junio de 2020 (UDM), el EBITDA de la compañía disminuye drásticamente, cayendo más de un 55% respecto de lo obtenido en el año 2019.

Tabla 10: Principales cuentas del estado de resultados de Hites.

Estado de Resultados Por Función (UF)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20 UDM
<b>Ganancia (pérdida)</b>					
Ingresos de actividades ordinarias	11.480.564	11.637.761	11.489.202	11.470.998	10.121.573
Costo de ventas (% vtas.)	59,73%	59,74%	60,51%	62,16%	67,42%
Ganancia bruta	4.623.050	4.685.519	4.537.579	4.340.596	3.297.295
Ganancia bruta (% vtas.)	40,27%	40,26%	39,49%	37,84%	32,58%
Gasto de administración y distribución (% vtas.)	31,50%	32,95%	33,40%	31,28%	32,23%
Ganancia (pérdida)	601.166	499.312	301.188	223.290	-420.126
Ganancia (pérdida) (% vtas.)	5,24%	4,29%	2,62%	1,95%	-4,15%
EBIT	1.006.440	851.071	700.377	752.948	35.296
EBIT (% vtas.)	8,77%	7,31%	6,10%	6,56%	0,35%
EBITDA	1.349.368	1.200.223	1.069.667	1.408.091	606.795
EBITDA (% vtas.)	11,75%	10,31%	9,31%	12,28%	6,00%
Depreciación	342.929	349.151	369.290	655.143	571.499

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

#### 4.3. Estado de flujos de efectivo

El flujo de efectivo por actividades de operación ha sido positivo en todos los periodos analizados y creciente en el tiempo, por mayores ventas de bienes y servicios, alcanzando las \$ 2,0 millones de UF, mientras que se observa un mayor gasto de inversión, por compras de activo fijo.



Por su parte, el flujo por actividades de financiamiento se ha comportado más errático en el tiempo, siendo negativo para los dos últimos periodos analizados. El detalle se encuentra en el Anexo 3).

Tabla 11: Principales cuentas del estado de flujo de efectivo de Hites.

Estado de Flujo de Efectivo Indirecto (UF)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20 UDM
Ventas de bienes y servicios	13.766.386	13.880.811	16.212.834	16.290.032	14.573.996
Pagos a proveedores	-11.180.880	-11.270.585	-13.162.283	-13.097.852	-11.338.652
Pagos a y por cuenta de los empleados	-1.431.283	-1.570.945	-1.685.069	-1.477.193	-1.261.377
<b>Flujos de efectivo act. de operación</b>	<b>1.014.442</b>	<b>1.065.769</b>	<b>1.248.341</b>	<b>1.635.652</b>	<b>2.020.688</b>
Compras de propiedades, planta y equipo	-277.570	-312.132	-408.760	-453.740	-408.987
Compras de activos intangibles	-88.607	-66.550	-103.211	-157.114	-154.450
<b>Flujos de efectivo act. de inversión</b>	<b>-365.383</b>	<b>-378.682</b>	<b>-299.379</b>	<b>-610.854</b>	<b>-563.437</b>
Total procedente de préstamos	1.184.112	2.097.651	0	2.019.197	513.408
Pagos de préstamos	-1.458.739	-1.091.685	-1.111.545	-2.300.836	-1.224.912
Pagos por contratos de arrendamientos	-47.529	-34.257	-35.871	-420.539	-367.183
<b>Flujos de efectivo act. de financiación</b>	<b>-757.201</b>	<b>498.202</b>	<b>-1.574.704</b>	<b>-986.251</b>	<b>-1.332.307</b>
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes	-108.141	1.185.290	-625.742	38.547	124.945
Efectivo y equivalentes al principio del periodo	803.321	683.502	1.816.749	1.159.700	1.182.110
<b>Efectivo y equivalentes al final del periodo</b>	<b>695.180</b>	<b>1.868.791</b>	<b>1.191.007</b>	<b>1.198.248</b>	<b>1.307.054</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

#### 4.4. Ratios financieros

La razón circulante de la empresa, medida como activos circulantes sobre pasivos circulantes se encuentra para todos los periodos observados sobre la unidad, siendo a junio de 2020 de 2,47 veces. En cuanto al promedio de días de inventario, este disminuye para el año 2019 ubicándose en 74 días y siendo de 79 a junio de 2020, mientras que la rotación de cuentas por pagar aumenta durante el año 2019 y durante el primer semestre de 2020, en tanto que los días de cuentas por cobrar disminuyen (aumenta la cartera de cuentas por cobrar) para diciembre de 2019, para luego

aumentar a junio de 2020, por la disminución de la cartera de colocaciones de la compañía, lo que se resume en que el ciclo del efectivo aumente en aproximadamente 20 días, respecto del año 2018.

Tabla 12: Principales ratios de liquidez de Hites.

RATIOS DE LIQUIDEZ	2016	2017	2018	2019	jun-20
Razón Circulante (Veces)	3,23	3,04	1,96	2,54	2,47
Razón Ácida (veces)	2,58	2,49	1,52	2,06	1,90
Rotación de Inventarios (veces)	4,71	4,59	3,95	4,94	4,64
Promedio Días de Inventarios (días)	78	80	92	74	79
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	2,48	2,52	2,50	2,37	3,03
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	147	145	146	154	120
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,10	4,18	3,44	4,78	7,27
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	89	87	106	76	50
Ciclo Económico (días)	136	137	132	152	149

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

El endeudamiento de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio ha aumentado en el tiempo, y aunque en 2019 el alza es más brusca, se debe en parte a que se incluyen los pasivos por arrendamiento financiero (sin ellos, sería de 1,53 veces y 1,59 veces a junio de 2020). A diciembre de 2019, el periodo de pago de la deuda financiera, considerando el EBITDA del año es de 6,5 años y aumenta a 14,7 años si se considera el EBITDA más bajo alcanzado a junio de 2020, castigado por la pandemia.

Tabla 13: Principales ratios de endeudamiento de Hites.

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO <sup>7</sup>	2016	2017	2018	2019	jun-20
Endeudamiento (veces)	1,07	1,24	1,45	2,40	2,57
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,63	0,66	1,20	0,38	0,34
Período Pago de Deuda Financiera (años)	2,73	3,89	4,45	6,50	14,66

<sup>7</sup> Endeudamiento: Pasivo total / Patrimonio total; Periodo de pago de deuda financiera: Deuda Financiera / EBITDA; Porción relativa deuda financiera: Deuda financiera / Pasivo total; Veces que se gana el interés: Ganancia antes de impuesto / Costos financieros.

Porción Relativa Deuda Financiera (%)	63,05%	67,37%	65,68%	82,98%	87,15%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	2,16%	1,32%	0,73%	0,65%	0,08%
Veces que se gana el Interés (veces)	2,69	2,66	1,39	0,82	-1,50

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

Tanto la rentabilidad del activo como la del patrimonio disminuyen en el tiempo, principalmente por las menores ganancias exhibidas por la empresa. A diciembre de 2019 estas rentabilidades son de 1,43% y 4,86%, respectivamente, siendo negativas a junio de 2020 (anualizado), producto de los resultados negativos obtenidos por la compañía. La eficiencia, medida como gastos de administración y ventas sobre ingresos se ha mantenido relativamente estable en el tiempo, en torno al 31%.

Tabla 14: Principales ratios de rentabilidad de Hites.

RATIOS DE RENTABILIDAD	2016	2017	2018	2019	jun-20
Margen Bruto (%)	40,27%	40,26%	39,49%	37,84%	32,58%
Margen Neto (%)	5,24%	4,29%	2,62%	1,95%	-4,15%
Rotación del Activo (%)	101,80%	93,04%	93,85%	73,43%	71,40%
Rentabilidad Total del Activo (%)	5,33%	3,99%	2,46%	1,43%	-2,96%
Inversión de Capital (%)	28,58%	28,62%	29,36%	35,05%	39,26%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,29	2,08	3,03	2,48	2,68
Rentabilidad Operacional (%)	11,42%	8,55%	7,60%	8,14%	0,45%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	11,05%	8,94%	6,04%	4,86%	-10,59%
Cto. de Exp. sobre Ingresos (%)	59,73%	59,74%	60,51%	62,16%	67,42%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ingresos (%)	30,49%	31,86%	32,22%	30,39%	31,41%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	11,75%	10,31%	9,31%	12,28%	6,00%

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

## 5. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

### 5.1. Deuda financiera

La deuda financiera de la empresa, considerando los pasivos por arrendamiento, se concentra principalmente en el largo plazo. Para todos los periodos analizados, la cuenta más importante es la de obligaciones con el público, la que a diciembre de 2019 representa un 42% del total de pasivos financieros (46% a junio 2020). Cabe destacar que, en 2019, la deuda financiera aumenta en 92% respecto del año anterior, principalmente por los nuevos criterios contables implementados con la IFRS 16. Cabe mencionar que para efectos de la valoración, se excluirán los pasivos por arrendamiento en la deuda financiera, para mayor consistencia de la serie.

La siguiente tabla muestra el detalle de los pasivos financieros de **Hites**:

*Tabla 15: Detalle de la deuda financiera de Hites.*

En UF	2016	2017	2018	2019	jun-20
<b>Deuda financiera corriente</b>	<b>250.730</b>	<b>594.471</b>	<b>1.533.971</b>	<b>1.193.404</b>	<b>1.319.470</b>
Préstamos de entidades financieras	233.928	564.598	1.277.525	442.242	449.522
Obligaciones con el público	-	-	234.391	472.232	587.240
Contratos derivados	1.477	8.117	-	3.849	9.346
Pasivos por arrendamiento	-	-	-	262.295	264.083
Otros pasivos por arrendamiento	15.325	21.756	22.056	12.786	9.279
<b>Deuda financiera no corriente</b>	<b>3.428.764</b>	<b>4.068.582</b>	<b>3.228.911</b>	<b>7.956.542</b>	<b>7.576.557</b>
Préstamos de entidades financieras	1.637.983	1.285.033	703.293	353.233	348.476
Contratos derivados	11.463	15.164	1.125	1.980	51.607
Obligaciones con el público	1.485.432	2.483.044	2.258.534	3.872.973	3.540.293
Pasivos por arrendamiento	-	-	-	3.474.784	3.379.562
Otros pasivos por arrendamiento	293.886	285.341	265.959	253.572	253.619
<b>Total deuda financiera (B)</b>	<b>3.679.493</b>	<b>4.663.053</b>	<b>4.762.882</b>	<b>9.149.946</b>	<b>8.896.027</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

### 5.1.1. Bonos

A junio de 2020, la compañía tiene colocadas tres series de bonos, cuya descripción se presenta a continuación:

Tabla 16: Antecedentes generales del bono Serie B de Hites.

Antecedentes	Bono Serie B
Bono	Línea 701 - Serie B
Nemotécnico	BHITS-B
Fecha de emisión	01-09-2015
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 (kd)	5,40%
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.
Número de pagos (N)	14, de los cuales los 7 primeros serán para el pago de intereses y los 7 restantes para el pago de intereses y amortización de capital.
Periodo de gracia	no tiene
Motivo de la emisión	Refinanciamiento, pago y/o dación en pago de obligaciones financieras actualmente vigentes del Emisor, incluyendo el prepago de la totalidad de los bonos emitidos y en circulación con cargo al contrato de emisión de los bonos denominados "Serie A", al pago de gastos asociados a dichos refinanciamientos, pagos y daciones en pago, así como al financiamiento del plan de inversiones del Emisor.
Clasificación de riesgo	BBB En Observación / Humphreys BBB+ CW Negativo / Feller-Rate
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	5,33%
Valor de mercado	No se transa.

Fuente: Elaboración propia en base prospectos de bonos publicados en la CMF.

Tabla 17: Antecedentes generales del bono Serie C de Hites.

Antecedentes	Bono Serie C
Bono	Línea 702 - 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 (kd)	4,55%
Periodicidad	Semestral. Comenzarán a devengar intereses a partir del 14 de diciembre de 2017, y estos se pagarán los días 14 de junio y 14 de diciembre de cada año, venciendo la primera cuota el día 14 de junio de 2018.
Número de pagos (N)	14, de los cuales los 6 primeros serán para el pago de intereses y los 8 restantes para el pago de intereses y amortización de capital.
Periodo de gracia	no tiene
Motivo de la emisión	Aproximadamente en un 50% al pago y/o prepago de pasivos bancarios y en un 50% a financiar el plan de inversiones del Emisor, que involucra apertura de nuevas tiendas y financiamiento de capital de trabajo
Clasificación de riesgo	BBB En Observación / Humphreys BBB+ CW Negativo / Feller-Rate
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	4,55%
Valor de mercado	TIR Media 31,00% (Al 23 de junio 2020)

Fuente: Elaboración propia en base prospectos de bonos publicados en la CMF.

*Tabla 18: Antecedentes generales del bono Serie C de Hites.*

Antecedentes	<b>Bono Serie D</b>
Bono	Línea 925 - Serie D
Nemotécnico	BHITS-D
Fecha de emisión	22-01-2019
Valor nominal (VN o D)	UF 2.000.000
Moneda	UF
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	22-01-2026
Tipo de bono	Amortizable
Tasa cupón (kd)	3,10%
Periodicidad	Semestral. Comenzarán a devengar intereses a partir del 22 de enero de 2019, y estos se pagarán los días 22 de julio y 22 de enero de cada año, venciendo la primera cuota el día 22 de julio de 2019.
Número de pagos (N)	14, de los cuales los 8 primeros serán para el pago de intereses y los 6 restantes para el pago de intereses y amortización de capital.
Periodo de gracia	no tiene
Motivo de la emisión	100% al prepago de pasivos bancarios del Emisor, sin perjuicio de que existe la posibilidad de que este porcentaje sea de aproximadamente un 50%, si se negocia con los acreedores bancarios una renegociación parcial de la deuda vigente en condiciones más favorables para el Emisor que las actuales. El 50% restante, o el porcentaje menor que corresponda, dependiendo del monto excedente de los fondos, será destinado al pago de cupones de los Bonos Serie B del Emisor.
Clasificación de riesgo	BBB En Observación / Humphreys BBB+ CW Negativo / Feller-Rate

Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	2,69% y 2,05% (UF MM \$1,5 y 0,5, respectivamente)
Valor de mercado	TIR Media 18,46% (Al 23 de junio 2020)

Fuente: Elaboración propia en base prospectos de bonos publicados en la CMF.

Al observar la TIR media de las últimas transacciones de los bonos de Hites, esta es de 18% para el bono BHITS-D (4.54% al 18 de diciembre de 2019) y de 31% en el caso del BHITS-C, las cuales son bastante altas en comparación con las tasas nominales y de colocación. Lo anterior se puede explicar por el efecto de la pandemia y la incertidumbre de los mercados.

## 5.2. Patrimonio económico

Para todo el periodo de análisis, la empresa ha mantenido constante su cantidad de acciones, en 377.124.663, en tanto que su precio, medido al cierre del año, presentó un alza para 2017, ubicándose en \$ 619,75 por acción, disminuyendo de ahí en adelante hasta alcanzar los \$ 133,71 el 30 de junio de 2020. En consecuencia, el patrimonio económico de **Hites** disminuyó de \$ 7,2 millones de UF en 2016 a \$ 1,8 millones de UF a junio de 2020.

Tabla 19: Patrimonio económico de Hites.

En M\$ y UF	2016	2017	2018	2019	jun-20
Número de acciones	377.124.663	377.124.663	377.124.663	377.124.663	377.124.663
Precio de la acción	500,00	619,75	460,95	218,00	133,71
Total patrimonio económico en M\$	188.562.332	233.723.010	173.835.618	82.213.177	50.425.341
<b>Total patrimonio económico en UF</b>	<b>7.156.614</b>	<b>8.721.613</b>	<b>6.306.208</b>	<b>2.904.039</b>	<b>1.757.200</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa y datos históricos de precios de acciones de Yahoo Finance.

### 5.3. Valor económico de la empresa

El valor económico de la empresa alcanzó los \$ 7,0 millones de UF a junio de 2020, lo que representa una disminución de 15,7% respecto de diciembre de 2019. Si se agregan los arrendamientos financieros a la deuda, el valor de la empresa se ubica en \$ 10,7 millones de UF.

Tabla 20: Valor económico de Hites.

Estructura de Capital (En UF)	2016	2017	2018	2019	jun-20
Deuda financiera (B) <sup>8</sup>	3.679.493	4.663.053	4.762.882	5.412.868	5.252.383
Patrimonio económico (P)	7.156.614	8.721.613	6.306.208	2.904.039	1.757.200
Valor de la empresa (V)	10.836.108	13.384.666	11.069.091	8.316.907	7.009.583

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa y datos históricos de precios de acciones de Yahoo Finance

### 5.4. Estructura de capital objetivo

La estructura de capital de **Hites**, medida como deuda financiera sobre patrimonio económico pasó del 51,4% en 2016 a 298,9% en junio de 2020 (sin considerar pasivos por arrendamiento como deuda financiera), aumentando sostenidamente en el tiempo, siendo en promedio de 133,1%.

El 2019 no fue un año normal para la industria por el efecto de la crisis social, y a junio de 2020 se tiene el impacto de la pandemia, lo que podría estar afectando el valor del patrimonio económico, por mayores castigos en el precio de la acción producto de la incertidumbre, no obstante, igualmente se observa un crecimiento de la deuda financiera para el año 2019 que permanece durante el primer semestre del año 2020, cercano al 10%. Dado ello y en el escenario de incertidumbre en que nos encontramos, se utilizará un promedio de los años 2017 a 2019 como estructura de capital actual de

<sup>8</sup> No considera pasivos por arrendamiento.



Hites, obteniendo un B/P igual a 105,13% (en otras palabras, se puede presentar como una eliminación de valores extremos).

Tabla 21: Estructura de capital de Hites.

En %	2016	2017	2018	2019	jun-20	Promedio 2017 - 2019
B/V	33,96%	34,84%	43,03%	65,08%	74,93%	47,65%
P/V	66,04%	65,16%	56,97%	34,92%	25,07%	52,35%
B/P	51,41%	53,47%	75,53%	186,39%	298,91%	105,13%

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa y datos históricos de precios de acciones de Yahoo Finance.

Respecto de la estructura de capital objetivo de la empresa, si se considera que esta presenta *covenants* en sus contratos crediticios, que le permitirían un endeudamiento financiero máximo de 1,61 veces, medido como la diferencia entre sus pasivos financieros y el efectivo y equivalente, dividido por el patrimonio neto, teniendo en cuenta que este indicador es de 0,89 veces a junio de 2020, entonces se puede presumir que con el mismo nivel patrimonial (contable), la deuda financiera no debería aumentar más de un 50%, no obstante, la deuda financiera neta no puede sobrepasar los MM\$ 140.000 (*covenant*), por lo que soportaría un crecimiento no superior a 27%. Con el nivel máximo de pasivo financiero neto permitido, se tiene una cota superior para la estructura de capital objetivo de 360% a junio 2020 (que en todo caso no sería óptima, ya que llevaría a la compañía a sus límites, lo que significa que se estarían asumiendo riesgos muy elevados) y de 131% si se toma como el promedio de 2016 a junio 2020 (en virtud de que el promedio de los primeros años del análisis no alcanzaba el 100%, porque el patrimonio económico era superior). Complementariamente, **Hites** declara en su memoria anual (2019) respecto de su política de inversión y financiamiento que la compañía ha mantenido indicadores de endeudamiento y de cobertura de la deuda conservadores, manteniéndose siempre

dentro de las restricciones financieras acordadas, que su estructura de deuda actual está compuesta por créditos estructurados con instituciones financieras locales, líneas bancarias de corto plazo y bonos corporativos emitidos en el mercado local y que, en el futuro, se seguirán utilizando estas mismas fuentes de financiamiento y otras si fuera necesario. Con todo, se presume que la estructura de capital objetivo de la compañía debiese estar entre 100% y 200%, por lo que se asumirá para efectos del análisis un 100% (el promedio de 2016 a junio 2020, sin considerar pasivos por arrendamiento y descontando valores extremos, es de 105,13%). La estructura de capital objetivo del 100% se considera como permanente.

## 6. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

### 6.1. Costo de la deuda

Para estimar el costo de la deuda ( $K_b$ ) de **Hites**, se tiene como referencia la TIR Media del bono a mayor plazo de la compañía (BHITS-D), al 23 de junio de 2020, última fecha en que se transó antes del término del primer semestre del año, siendo esta de un 18,46%. Como esta tasa se encuentra castigada por la pandemia, se buscó la tasa de la última transacción del año 2019, siendo de 4,54% (al 18 de diciembre de 2019). Para efectos de la obtención de la tasa WACC, se realizará el análisis con la tasa de diciembre 2019, en virtud de que la proyección es a largo plazo.

### 6.2. Beta de la deuda

La prima por riesgo de Chile al 1 de julio de 2020 es de 6,26%<sup>9</sup> y la tasa libre de riesgo, tomada de los bonos gubernamentales en UF a 30 años es de 0,13% al 30 de junio de 2020 (0,80% al 27 de diciembre de 2019).

Utilizando datos a diciembre de 2019, con un costo de la deuda de 4,54% y una tasa libre de riesgo de 0,80%, se tiene:

$$K_b = R_f + \beta_d * PRM \rightarrow 4,54\% = 0,80\% + \beta_d * 6,26\%$$

Despejando  $\beta_d = 0,60$

Si se utilizaran los datos a junio de 2020, con un costo de la deuda de 18,46% y una tasa libre de riesgo de 0,13%, se tiene:

$$K_b = R_f + \beta_d * PRM \rightarrow 18,46\% = 0,13\% + \beta_d * 6,26\%$$

---

<sup>9</sup> Damodaran

Despejando  $\beta_d = 2,93$

### 6.3. Estimación del beta patrimonial

Para la estimación del beta patrimonial de la compañía, se realizó una regresión de las variaciones del precio semanal de la acción, respecto del rendimiento del IGPA de dos años móviles, obteniendo un beta de 1,48 a junio de 2020, estadísticamente significativo al 1% (p-value = 0,00). La tabla 22 resume los resultados obtenidos.

Tabla 22: Beta de la acción de Hites.

	jun-20	jun-19	jun-18	jun-17
Beta de la acción	1,48	1,44	1,56	0,79
P-value	0,00	0,00	0,00	0,00
N° Observaciones	105	104	104	104
R cuadrado	0,34	0,28	0,28	0,10
Presencia bursátil	57,78%	25,56%	69,44%	73,33%

Fuente: Elaboración propia en base a datos históricos de precios de acciones de Yahoo Finance.

### 6.4. Beta patrimonial sin deuda

Desapalancando el beta patrimonial obtenido, mediante el método de Rubinstein (1973), con un beta de la deuda de 0,60, con los datos a diciembre de 2019, una tasa de impuestos del 27% y la estructura de capital promedio de los años 2017 a 2019 de 105,1%, el beta patrimonial sin deuda es de 1,10:

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

$$1,48 = \beta_p^{s/d} * [1 + (1 - 0,27) * 1,05] - 0,60 * (1 - 0,27) * 1,05$$

Despejando  $\beta_p^{s/d} = 1,10$

Si se utilizan los datos a junio de 2020, con un beta de la deuda de 2,93, el beta patrimonial sin deuda sería de:

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

$$1,48 = \beta_p^{s/d} * [1 + (1 - 0,27) * 1,05] - 2,93 * (1 - 0,27) * 1,05$$

Despejando  $\beta_p^{s/d} = 2,11$

El resultado arroja que el beta patrimonial con deuda es menor al desapalancado, lo que resulta contradictorio, ya que se esperaría que fuese mayor (se afecta por la alta tasa de la deuda).

Como se definió en el punto 4.4 del informe, la estructura de capital objetivo a utilizar será de 100%. Si se utilizan los datos a diciembre 2019, se obtiene un beta patrimonial de 1,46, como se observa a continuación:

$$\beta_p^{c/d} = 1,10 * [1 + (1 - 0,27) * 1,00] - 0,60 * (1 - 0,27) * 1,00$$

Despejando  $\beta_p^{c/d} = 1,46$

En tanto que, con los datos a junio 2020, se tiene un beta patrimonial con estructura de capital objetivo de 1,51.

## 6.5. Costo patrimonial

El costo patrimonial de la empresa con datos a junio 2020 es de 9,6%, mientras que con datos a diciembre 2019 es de 9,96%.

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} * PRM = 0,80\% + 1,46 * 6,26\% = 9,96\%$$

Cabe mencionar que la compañía presenta una presencia bursátil de 57,78% a junio de 2020, la cual podría ameritar un premio por iliquidez, sobretodo considerando que en los periodos previos, esta presencia era inferior. Agregando un premio por riesgo del 1%, la tasa de costo patrimonial sería de 10,96% (con datos a diciembre 2019).

### 6.6. Costo de capital

El costo de capital promedio ponderado (WACC) con datos en pandemia es de 12,04%, mientras que si se calcula en el escenario “normal” (sin perjuicio de que a diciembre de 2019 el mercado estaba aún afectado por la crisis social), sería de 7,14%.

$$K_0 = K_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - t_c) * \frac{B}{V}$$

$$K_0 = 10,96\% * 50\% + 4,54\% * (1 - 0,27) * 50\% = 7,14\%$$

Cabe reiterar que **se utilizará la tasa de descuento según datos a diciembre 2019**, es decir, 7,14%, dado que resulta más representativa de un escenario a largo plazo.

## 7. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

### 7.1. Análisis de crecimiento de la empresa

Como se mencionó anteriormente, **Hites** opera en dos líneas de negocio: *retail* y financiero. Al analizar los ingresos de la compañía, se observa que estos han ido decayendo en el tiempo, principalmente por una disminución del segmento *retail* (en todas las líneas de productos), el cual no alcanza a ser compensado con el aumento en el ingreso del segmento financiero. La tabla 23 muestra la evolución de estos ingresos, por línea de producto para el segmento *retail* y por tipo de ingreso en el segmento financiero y la tabla 24 exhibe la variación porcentual de los mismos<sup>10</sup>.

Tabla 23: Detalle de ingresos de Hites.

Ingresos (UF)	2016	2017	2018	2019	jun-20 UDM
Línea vestuario		2.495.729	2.327.035	2.279.361	1.585.657
Línea Electro hogar		2.023.689	1.938.803	1.961.819	1.728.450
Línea Deco Hogar		904.015	947.534	896.891	733.861
Línea Otros		2.406.981	2.433.063	2.011.124	2.007.367
<b>Total línea venta de productos</b>		<b>7.830.414</b>	<b>7.646.435</b>	<b>7.149.196</b>	<b>6.055.336</b>
Venta de servicios y otros		239.634	166.203	184.924	163.872
<b>Total ingresos retail</b>	<b>8.018.359</b>	<b>8.070.049</b>	<b>7.812.638</b>	<b>7.334.120</b>	<b>6.219.207</b>
Ingresos financieros devengados		1.420.868	1.381.692	1.509.224	1.458.577
Ingresos prestación de servicios		1.570.430	1.669.257	1.945.984	1.797.886
Ingresos por comisiones de recaudación y otros		576.415	625.615	681.670	643.621
<b>Total ingresos financieros</b>	<b>3.462.205</b>	<b>3.567.712</b>	<b>3.676.564</b>	<b>4.136.878</b>	<b>3.900.084</b>
<b>Total ingresos</b>	<b>11.480.564</b>	<b>11.637.761</b>	<b>11.489.202</b>	<b>11.470.998</b>	<b>10.119.291</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

Tabla 24: Variación porcentual de ingresos de Hites.

Ingresos (UF)	2016	2017	2018	2019	jun-20
Línea vestuario			-6,8%	-2,0%	-30,4%
Línea Electro hogar			-4,2%	1,2%	-11,9%
Línea Deco Hogar			4,8%	-5,3%	-18,2%
Línea Otros			1,1%	-17,3%	-0,2%

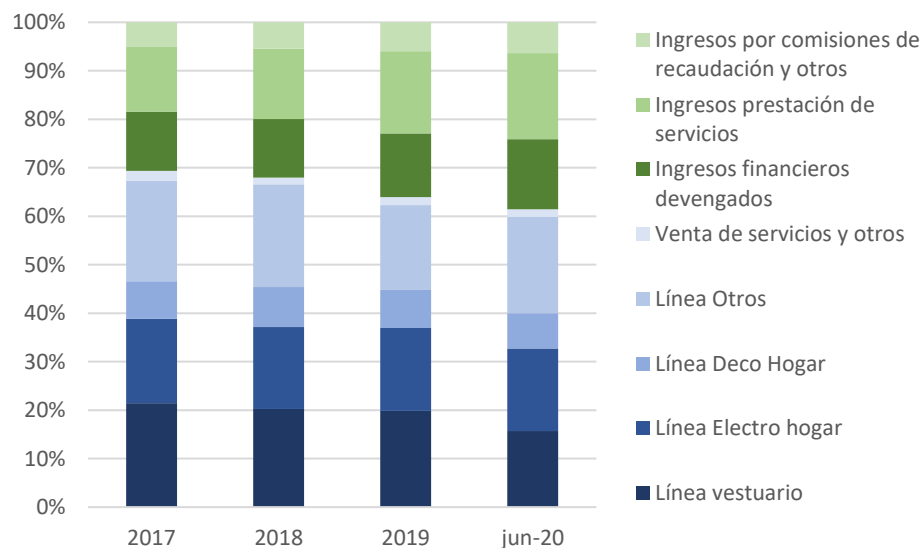
<sup>10</sup> La variación porcentual de junio 2020 (UDM) se compara con diciembre 2019.

<b>Total línea venta de productos</b>			<b>-2,3%</b>	<b>-6,5%</b>	<b>-15,3%</b>
Venta de servicios y otros			-30,6%	11,3%	-11,4%
<b>Total ingresos <i>retail</i></b>	<b>9,1%</b>	<b>0,6%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>-6,1%</b>	<b>-15,2%</b>
Ingresos financieros devengados			-2,8%	9,2%	-3,4%
Ingresos prestación de servicios			6,3%	16,6%	-7,6%
Ingresos por comisiones de recaudación y otros			8,5%	9,0%	-5,6%
<b>Total ingresos financieros</b>	<b>-3,5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,1%</b>	<b>12,5%</b>	<b>-5,7%</b>
<b>Total ingresos</b>	<b>5,0%</b>	<b>1,4%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-11,8%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa

Al analizar la composición de los ingresos de la compañía, se observa que la importancia de la línea vestuario ha ido disminuyendo en el tiempo, pasando de un 21,4% en 2017 a 15,7% en junio de 2020 (anualizado), mientras que los ingresos por prestación de servicios han aumentado su importancia relativa, pasando de 13,5% a 17,8% en igual periodo (ver ilustración 2). En términos globales, el segmento *retail* representa un 61,5% de los ingresos a junio 2020.

Ilustración 2: Importancia relativa de los ingresos desagregados.



Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa

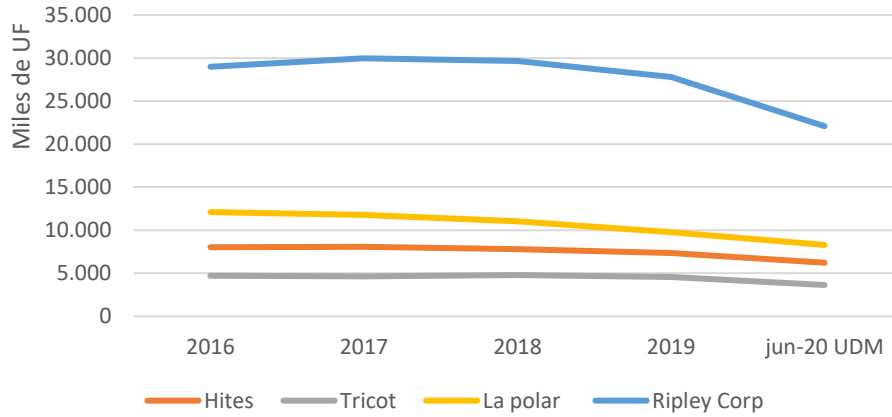


Según la información publicada por la compañía, cuenta con un plan de expansión que considera la apertura de nuevas tiendas, teniendo como alternativas potenciales Arica, Calama, diversas zonas de la región de Valparaíso, Talcahuano, Angol, Valdivia, Castro, Coyhaique y Punta Arenas. Así como el mejoramiento y modernización del canal Hites.com y de la onmicanalidad. En términos de inversiones, a diciembre de 2020, la compañía terminará la habilitación de la tienda de Curicó (Capex remanente de \$ 500 millones).

## **7.2. Análisis de crecimiento de la industria**

Los ingresos de la industria, teniendo a la vista los datos del segmento *retail* para las empresas comparables, presentan un comportamiento bastante similar, todas con tendencia a la baja, como se observa en la ilustración 3; esta baja es más pronunciada a junio de 2020 (anualizado), producto del cierre de locales y las restricciones de desplazamiento impartidas por la autoridad. Si bien el número de tiendas ha aumentado en el tiempo (17% entre 2016 y 2019), las ventas por metro cuadrado han disminuido, lo que se puede explicar por el efecto de canibalización que se produce entre tiendas ubicadas dentro de un perímetro acotado. Por otra parte, no se puede desconocer el hecho de que existe una mayor confianza por parte de los clientes sobre el *e-commerce*, el cual no solo se extiende al país (en los hechos, un 46,5% de los ingresos *retail* del segundo trimestre de **Hites** fueron generados por canales virtuales), sino que comprende la importación de productos, los cuales pueden resultar más convenientes en precio (aunque con mayores tiempos de demora, como sería el ejemplo de las importaciones desde China), aumentando la competencia.

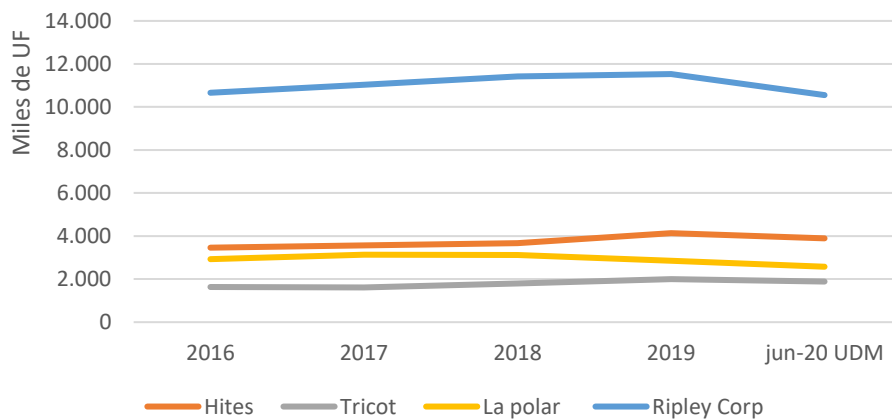
Ilustración 3: Ingresos segmento retail de las comparables.



Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF y análisis razonados de las empresas.

Por su parte, si se observan los ingresos del segmento financiero (banco en caso de Ripley Corp), se tiene que para el caso de **Hites** y Tricot, estos tienden al alza, incluso manteniéndose estables durante el primer semestre del año 2020, mientras que La Polar y Ripley Corp tienden a la baja, derivado de una disminución de la cartera de colocaciones.

Ilustración 4: Ingresos segmento financiero de las comparables.



Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF y análisis razonados de las empresas.

### 7.3. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Los costos de venta del segmento *retail* representan un 68,6% del costo de venta total de la compañía a junio de 2020 (anualizado) y muestran una tendencia al alza, aunque más marcada durante los últimos doce meses, principalmente por un mayor costo por riesgo del negocio financiero, producido por la pandemia. Por su parte, los gastos de administración, en términos nominales, han ido disminuyendo en el tiempo los últimos tres periodos analizados, aunque se han mantenido relativamente estables si se miden respecto del ingreso de la empresa; en torno al 31% (la compañía se acogió a la ley de protección del empleo durante el primer semestre del año 2020).

Tabla 25: Costos y gastos operacionales de Hites.

Costos y gastos operacionales (UF)	2016	2017	2018	2019	jun-20 UDM
Costo de venta retail	5.687.229	5.711.292	5.661.292	5.428.906	4.644.340
Costo de venta segmento financiero	1.170.260	1.224.637	1.274.986	1.646.948	2.128.050
<b>Costo de venta total</b>	<b>6.857.490</b>	<b>6.935.929</b>	<b>6.936.279</b>	<b>7.075.854</b>	<b>6.772.390</b>
Sueldos y salarios	1.227.892	1.393.109	1.421.777	1.416.952	1.280.436
Beneficios a empleados	111.223	145.108	147.581	149.841	152.948
Bono cumplimiento meta e incentivo	158.751	201.632	45.128	35.554	36.258
Otros gastos del personal	37.381	35.558	141.701	27.910	12.986
Gastos generales	1.355.230	1.328.316	1.318.873	1.217.583	1.150.063
Gastos de venta	574.749	559.052	582.886	591.758	496.687
Asesorías	35.529	45.095	43.538	46.707	47.930
<b>Total gastos de administración</b>	<b>3.500.756</b>	<b>3.707.871</b>	<b>3.701.485</b>	<b>3.486.306</b>	<b>3.177.307</b>
<b>Total costos de distribución</b>	<b>115.854</b>	<b>126.576</b>	<b>135.717</b>	<b>101.342</b>	<b>83.014</b>
(+) Indemnizaciones de seguros	795	0	0	99.824	99.824
(+) Sobrante de caja	107	123	0	0	0
(+) Vales vista recuperados	2.278	0	0	0	0
(+) Otras ganancias	79	1.144	1.285	20.977	28.329
(-) Impuesto no recuperable y multas	-3.122	-1.019	-1.625	-1.263	-956
(-) Otros egresos	-3.895	-227	-8.653	-4.528	-4.782
(-) Siniestro en propiedades planta y equipo	-1.822	0	0	-34.351	-34.351
(-) Gastos de reestructuración	-24.800	-5.107	-20.437	-28.760	-67.451
(-) Negociación colectiva	0	0	0	-34.435	-34.435

(-) Castigo activo fijo	0	0	0	0	-4.125
(-) Otros	0	0	0	0	-5.856
<b>Total Otras ganancias (pérdidas)</b>	<b>-30.380</b>	<b>-5.086</b>	<b>-29.429</b>	<b>17.465</b>	<b>-23.804</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los EEEF de la empresa.

Tabla 26: Resultado operacional como porcentaje de los ingresos

Resultado no operacional	2016	2017	2018	2019	jun-20 UDM
Costo de ventas	59,7%	59,6%	60,4%	61,7%	66,9%
Costos de distribución	1,0%	1,1%	1,2%	0,9%	0,8%
Gasto de administración	30,5%	31,9%	32,2%	30,4%	31,4%
Otras ganancias (pérdidas)	0,3%	0,0%	0,3%	-0,2%	0,2%

Fuente: Elaboración propia en base a los EEEF de la empresa.

#### 7.4. Análisis del resultado no operacional de la empresa

El resultado no operacional de la compañía se compone por ingresos y costos financieros, diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste, siendo todos recurrentes en el tiempo. La tabla 27 muestra su evolución:

Tabla 27: Resultados no operacionales de Hites.

Resultado no operacional (UF)	2016	2017	2018	2019	jun-20 UDM
Ingresos financieros	31.105	23.905	33.020	24.601	16.051
Costos financieros	-259.449	-229.053	-264.692	-375.489	-318.812
Diferencias de cambio	-902	-1.840	-7.881	-8.133	-11.054
Resultado por unidades de reajuste	-47.784	-28.656	-64.093	-102.981	-173.951

Fuente: Elaboración propia en base a los EEEF de la empresa.

#### 7.5. Análisis de los activos de la empresa

A continuación, se menciona la composición de algunas cuentas del activo:

- Otros activos financieros: Corresponde a instrumentos de cobertura (Forward) que utiliza la compañía para cubrir sus pasivos en dólares, por lo que se consideran operacionales.

- Otros activos no financieros corrientes: Corresponden mayoritariamente a seguros de pólizas generales y en menor medida a gastos pagados por adelantado y arriendos anticipados, por lo que se consideran no operacionales.
- Otros activos no financieros no corrientes: Corresponden en su gran mayoría a garantías de arriendo de locales, por lo que se consideran no operacionales.
- Activos intangibles distintos de plusvalía: Corresponde principalmente a software y derechos de licencias, por lo que se consideran operacionales.

Tabla 28: Desglose de activos de Hites

Activos (UF)	jun-20	% del total	Operacional	No Operacional
<b>Activos corrientes</b>				
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.455.950	10,3%	X	
Otros activos financieros	7.343	0,1%	X	
Otros Activos No Financieros	35.163	0,2%		X
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	3.340.586	23,6%	X	
Inventarios	1.469.740	10,4%	X	
Activos por impuestos	39.771	0,3%		X
<b>Activos no corrientes</b>				
Otros activos no financieros	24.069	0,2%		X
Cuentas por cobrar	885.587	6,2%	X	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	314.625	2,2%	X	
Propiedades, Planta y Equipo	1.558.075	11,0%	X	
Activos por derechos uso contratos de arrendamiento	3.380.016	23,8%	X	
Activos por impuestos diferidos	1.664.860	11,7%		X

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de la empresa.

## 8. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

A continuación, se presentan las proyecciones de las cuentas del estado de resultados de la compañía. Los supuestos utilizados para la proyección de los ingresos se describen con mayor detalle en el punto 7.5.1. de este informe.

### 8.1. Ingresos operacionales proyectados

Si bien los ingresos del segmento *retail* venían con una tendencia negativa desde el año 2019 en adelante, se proyectaron con una tendencia positiva, considerando un escenario esperado de recuperación económica para los próximos años, alcanzando niveles cercanos a los del año 2018 en 2024.

Por su parte, los ingresos del segmento financiero, que mostraban una tendencia al alza en el histórico se espera que aumenten, en la medida que lo hagan sus cuentas por cobrar, con las estimaciones realizadas, alcanzarían durante el año 2023 niveles levemente superiores a los obtenidos en el año 2019. En términos agregados, se espera que los ingresos se encuentren en niveles “normales” (sin efecto pandemia) en 2022 y de ahí en adelante crezcan a una tasa menor a 3% hasta el año 2024, principalmente influido por el aumento del segmento financiero.

Tabla 29: Proyección de ingresos operacionales

Ingresos (UF)	2020	2021	2022	2023	2024
Línea vestuario	1.729.121	1.850.160	1.979.671	1.999.468	1.959.478
Línea Electro hogar	1.823.574	1.878.281	1.934.629	1.915.283	1.896.130
Línea Deco Hogar	760.639	836.702	794.867	771.021	763.311
Línea Otros	2.207.621	2.428.383	2.671.221	2.804.782	2.888.926
<b>Total línea venta de productos</b>	<b>6.520.954</b>	<b>6.993.526</b>	<b>7.380.389</b>	<b>7.490.554</b>	<b>7.507.845</b>
Venta de servicios y otros	120.321	196.920	196.920	196.920	196.920
<b>Total ingresos retail</b>	<b>6.641.275</b>	<b>7.190.446</b>	<b>7.577.309</b>	<b>7.687.474</b>	<b>7.704.765</b>
Ingresos financieros devengados	1.312.032	1.355.356	1.436.677	1.522.878	1.614.250

Ingresos prestación de servicios	1.602.198	1.803.096	1.911.281	2.025.958	2.147.516
Ingresos por comisiones de recaudación y otros	578.531	631.617	669.514	709.685	752.266
<b>Total ingresos financieros</b>	<b>3.492.761</b>	<b>3.790.068</b>	<b>4.017.472</b>	<b>4.258.521</b>	<b>4.514.032</b>
<b>Total ingresos</b>	<b>10.134.036</b>	<b>10.980.514</b>	<b>11.594.781</b>	<b>11.945.995</b>	<b>12.218.797</b>

Fuente: Elaboración propia.

## 8.2. Costos operacionales proyectados

Los costos de venta del segmento *retail* se calcularon en base a las proporciones históricas (2015-2019) que han representado sobre el ingreso, es decir, 72,0%; considerando las proyecciones de los ingresos, por lo que muestran la misma tendencia que estos. Como el año 2020 ha sido un año afectado por la pandemia, el costo del año es más elevado que en periodos históricos, por lo que se utilizó el porcentaje del primer semestre del año (77,0%) para proyectar el segundo semestre. Por su parte, el costo de venta del segmento financiero, en virtud de que presentaba una tendencia al alza, se estimó como el porcentaje de costo sobre ingreso del año 2019 (39,8%), con un crecimiento de 1% cada año, durante los años de proyección, a excepción del segundo semestre del año 2020, en que se utilizó un valor del 50% (menor al 69,7% observado durante el primer semestre, pero mayor al histórico), considerando que los costos serían mayores por el crecimiento de las provisiones producto del mayor riesgo observado en el mercado.

En cuanto a los gastos de administración y los costos de distribución, en términos amplios, se utilizó el promedio histórico que presentaban sobre los ingresos, siendo este ratio de un 31% y 1%, respectivamente. En el futuro se espera que se mantengan estables.

Por último, las otras ganancias o pérdidas fueron analizadas en detalle y se eliminaron los ingresos y gastos que ocurrieron una única vez y se utilizó el promedio histórico de

los que son recurrentes en el tiempo como proyección. La Tabla 30 presenta las proyecciones realizadas.

Tabla 30: Proyección de costos operacionales

<b>Costos y gastos operacionales (UF)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Costo de venta <i>retail</i>	-5.114.002	-5.179.416	-5.458.080	-5.537.435	-5.549.890
Costo de venta segmento financiero	-2.105.956	-1.546.779	-1.679.760	-1.823.131	-1.977.659
<b>Costo de venta total</b>	<b>-7.219.958</b>	<b>-6.726.195</b>	<b>-7.137.841</b>	<b>-7.360.566</b>	<b>-7.527.549</b>
Sueldos y salarios	1.337.127	1.343.209	1.429.945	1.485.205	1.531.340
Beneficios a empleados	174.491	140.459	149.529	155.308	160.132
Bono cumplimiento meta e incentivo	40.868	38.582	40.740	41.974	42.933
Otros gastos del personal	0	57.862	61.099	62.949	64.387
Gastos generales	1.261.765	1.243.875	1.290.270	1.305.461	1.310.835
Gastos de venta	523.556	550.182	580.961	598.558	612.227
Asesorías	48.117	40.713	42.990	44.292	45.304
<b>Total gastos de administración</b>	<b>3.385.924</b>	<b>3.414.882</b>	<b>-3.595.534</b>	<b>-3.693.748</b>	<b>-3.767.158</b>
<b>Total costos de distribución</b>	<b>-88.395</b>	<b>-114.238</b>	<b>-120.629</b>	<b>-124.283</b>	<b>-127.121</b>
<b>Total Otras ganancias (pérdidas)</b>	<b>-27.856</b>	<b>-23.776</b>	<b>-23.776</b>	<b>-23.776</b>	<b>-23.776</b>
<b>Total gastos operacionales</b>	<b>-10.722.133</b>	<b>-10.279.091</b>	<b>-10.877.779</b>	<b>-11.202.373</b>	<b>-11.445.604</b>

Fuente: Elaboración propia.

### 8.3. Resultado no operacional proyectado

Para proyectar el resultado no operacional de la compañía, en el caso de las cuentas de diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste, se utilizó el promedio histórico (en monto), mientras que para el caso de los ingresos financieros, se proyectó el mismo valor que el obtenido en 2019 (con excepción del año 2020, donde se utilizó el valor del primer semestre multiplicado por dos). Por su parte, los costos financieros fueron calculados en base al costo de la deuda utilizado en el capítulo 5 (4,54%), considerando que, frente a un escenario de crecimiento de las cuentas por cobrar, estas serían financiadas con una mayor deuda financiera, de lo que se deriva un



crecimiento del total de intereses financieros pagados por la compañía (no se incluyeron costos financieros de los pasivos por arrendamiento).

*Tabla 31: Proyección de resultado no operacional*

<b>Resultado no operacional (UF)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Ingresos financieros	11.507	24.601	24.601	24.601	24.601
Costos financieros	-246.241	-219.203	-229.115	-242.862	-257.434
Diferencias de cambio	-11.149	-4.689	-4.689	-4.689	-4.689
Resultado por unidades de reajuste	-173.885	-60.878	-60.878	-60.878	-60.878

Fuente: Elaboración propia.

#### **8.4. Impuesto corporativo proyectado**

El impuesto corporativo pagado por la empresa en los años 2016 a 2019, respecto de la ganancia antes de impuesto varía entre un 14 y un 28%, y dado que la proyección realizada es financiera y no presenta la base tributaria, no es trivial asignar un porcentaje para estimarlo. En este sentido, se optó por utilizar el promedio histórico de los años antes mencionado (19,4%) para los años con resultados positivos (2021 en adelante) y la proporción obtenida en el primer semestre del año 2020 para estimar el segundo semestre del mismo año, quedando como muestra la Tabla 32.

*Tabla 32: Estimación del impuesto a las ganancias*

<b>Resultado no operacional (UF)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	-1.007.866	441.255	446.921	459.795	474.793
Gasto por impuestos a las ganancias	119.665	-85.815	-86.916	-89.420	-92.337
Ganancia (pérdida)	-888.201	355.441	360.005	370.374	382.456

Fuente: Elaboración propia.

#### **8.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF**

La Tabla 33 contiene el estado de resultados histórico y proyectado de la compañía. Como se puede observar, se espera que durante el año 2020, Hites obtenga pérdidas cercanas a los 888 MUF, mientras que los ingresos del 2021 en adelante, se proyectan

similares a los obtenidos en 2018, con una leve tendencia al alza hasta el 2024, donde alcanzan las 382 MUF.

Tabla 33: Proyección del estado de resultados

Estado de Resultados Por Función (MUF)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
<b>Estado de resultados</b>									
Ingresos de actividades ordinarias	11.481	11.638	11.489	11.471	10.134	10.981	11.595	11.946	12.219
Costo de ventas	-6.858	-6.952	-6.952	-7.130	-7.220	-6.726	-7.138	-7.361	-7.528
Ganancia bruta	4.623	4.686	4.538	4.341	2.914	4.254	4.457	4.585	4.691
Costos de distribución	-116	-127	-136	-101	-88	-114	-121	-124	-127
Gasto de administración	-3.501	-3.708	-3.701	-3.486	-3.386	-3.415	-3.596	-3.694	-3.767
Otras ganancias (pérdidas)	-30	-5	-29	17	-28	-24	-24	-24	-24
<b>Ganancias de actividades operacionales</b>	<b>976</b>	<b>846</b>	<b>671</b>	<b>770</b>	<b>-588</b>	<b>701</b>	<b>717</b>	<b>744</b>	<b>773</b>
Ingresos financieros	31	24	33	25	12	25	25	25	25
Costos financieros	-259	-229	-265	-375	-246	-219	-229	-243	-257
Diferencias de cambio	-1	-2	-8	-8	-11	-5	-5	-5	-5
Resultado por unidades de reajuste	-48	-29	-64	-103	-174	-61	-61	-61	-61
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	699	610	367	308	-1.008	441	447	460	475
Gasto por impuestos a las ganancias	-98	-111	-66	-85	120	-86	-87	-89	-92
Ganancia (pérdida)	601	499	301	223	-888	355	360	370	382

Fuente: Elaboración propia.

### 8.5.1. Supuestos utilizados

Para proyectar los ingresos, del segmento *retail*, se consideró que estos disminuirían durante al año 2020 en términos agregados, respecto del año 2019, como se ha visto en la práctica que lo han hecho durante al primer semestre. De ahí en adelante, se espera que comience un proceso de recuperación hasta los años 2022 – 2023 y para el año 2024 mantengan una tendencia similar a la histórica, tendiendo a la baja (sin crecimiento del año 2024 en adelante), los que en todo caso no superarán los niveles del año 2018. Los porcentajes de crecimiento o decrecimiento utilizados, por línea de negocio, se presentan en la Tabla 34.

Tabla 34: Supuestos utilizados en el cálculo de ingresos segmento retail

Ingresos segmento retail <sup>11</sup>	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Variación Línea vestuario			-6,8%	-2,0%	-24,1%	7,0%	7,0%	1,0%	-2,0%
Variación Línea Electro hogar			-4,2%	1,2%	-7,0%	3,0%	3,0%	-1,0%	-1,0%
Variación Línea Deco Hogar			4,8%	-5,3%	-15,2%	10,0%	-5,0%	-3,0%	-1,0%
Variación Línea Otros			1,1%	-17,3%	9,8%	10,0%	10,0%	5,0%	3,0%
Total ingresos retail (var %)	9,1%	0,6%	-3,2%	-6,1%	-9,4%	8,3%	5,4%	1,5%	0,2%
Total ingresos retail (UF)	8.018.359	8.070.049	7.812.638	7.334.120	6.641.275	7.190.446	7.577.309	7.687.474	7.704.765

Fuente: Elaboración propia.

Por su parte, los ingresos del segmento financiero dependerán del crecimiento de las colocaciones netas, las cuales cayeron durante el año 2020, pero venían mostrando una tendencia al alza con anterioridad. En este sentido, se espera que se recupere el nivel de cuentas por cobrar de la compañía para el año 2023, aumentando a una tasa del 3% a 6% anual (sin crecimiento del año 2024 en adelante), acorde a los valores observados en la industria. Respecto de las provisiones, se estima que durante el año 2020 se mantendrán en los niveles actuales de 25,9% (aprovisionamiento más elevado producto de la crisis), respecto del total de colocaciones y de 2021 en adelante, se utiliza el promedio 2018-2019, siendo este de 18,4%. La Tabla 35 muestra el stock de cuentas por cobrar y las relaciones de los ingresos respecto de este, visto como el promedio histórico para el caso de los ingresos financieros devengados y por comisiones de recaudación, mientras que para el caso de los ingresos por prestación de servicios se utilizó el ratio del año 2019.

<sup>11</sup> Variaciones respecto del año anterior.

Tabla 35: Supuestos utilizados en el cálculo de ingresos segmento financiero

Ingresos segmento financiero	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Crecimiento de las cuentas por cobrar brutas	0,1%	0,8%	11,3%	2,4%	-11,1%	3,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Cuentas por cobrar brutas	5.823.281	5.869.775	6.531.777	6.687.672	5.946.121	6.124.505	6.491.975	6.881.494	7.294.383
Provisiones	620.319	630.940	1.210.889	1.222.337	1.541.769	1.127.396	1.195.040	1.266.742	1.342.746
Cuentas por cobrar netas	5.202.963	5.238.835	5.320.888	5.465.335	4.404.353	4.997.109	5.296.936	5.614.752	5.951.637
Ingresos financieros devengados / colocaciones promedio		27,2%	26,2%	28,0%	26,6%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%
Ingresos prestación servicios / colocaciones promedio		30,1%	31,6%	36,1%	32,5%	36,1%	36,1%	36,1%	36,1%
Ingresos por comisiones de recaudación / colocaciones promedio		11,0%	11,8%	12,6%	11,7%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%
Total ingresos segmento financiero / colocaciones netas promedio	66,6%	68,3%	69,6%	76,7%	70,8%	75,8%	75,8%	75,8%	75,8%
<b>Variación total ingresos financieros</b>	<b>-3,5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,1%</b>	<b>12,5%</b>	<b>-15,6%</b>	<b>8,5%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>

Fuente: Elaboración propia.

## 8.6. Estado de resultados proyectado porcentual

La Tabla 36 muestra la relación porcentual de las distintas cuentas del estado de resultado respecto del ingreso, tanto para el histórico como la proyección.

Tabla 36: Detalle del estado de resultados real y proyectado, como porcentaje de las ventas

Estado de Resultados Por Función (%)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
<b>Estado de resultados</b>									
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	-59,7%	-59,7%	-60,5%	-62,2%	-71,2%	-61,3%	-61,6%	-61,6%	-61,6%
Ganancia bruta	40,3%	40,3%	39,5%	37,8%	28,8%	38,7%	38,4%	38,4%	38,4%
Costos de distribución	-1,0%	-1,1%	-1,2%	-0,9%	-0,9%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
Gasto de administración	-30%	-32%	-32%	-30%	-33%	-31%	-31%	-31%	-31%
Otras ganancias (pérdidas)	-0,3%	0,0%	-0,3%	0,2%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
<b>Ganancias de actividades operacionales</b>	<b>8,5%</b>	<b>7,3%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>-5,8%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,3%</b>
Ingresos financieros	0,3%	0,2%	0,3%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Costos financieros	-2,3%	-2,0%	-2,3%	-3,3%	-2,4%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,1%
Diferencias de cambio	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultado por unidades de reajuste	-0,4%	-0,2%	-0,6%	-0,9%	-1,7%	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	6,1%	5,2%	3,2%	2,7%	-9,9%	4,0%	3,9%	3,8%	3,9%
Gasto por impuestos a las ganancias <sup>12</sup>	-14%	-18%	-18%	-28%	-11,9%	-19,4%	-19,4%	-19,4%	-19,4%
Ganancia (pérdida)	5,2%	4,3%	2,6%	1,9%	-8,8%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%

Fuente: Elaboración propia.

<sup>12</sup> Porcentaje en base a la ganancia antes de impuestos.

## 9. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

### 9.1. Depreciación y amortización

La depreciación y amortización de la compañía exhibe un crecimiento desde el año 2019 en adelante, el que se explica principalmente por efecto de la IFRS 16. En virtud de lo anterior, se realizó un ajuste, eliminando la depreciación asociada a los derechos de uso, para analizar si los ratios se comportaban más estables (lo que se condice con el hecho de que se está utilizando la deuda financiera sin pasivos por arrendamiento).

La Tabla 37 muestra la relación entre depreciación más amortización (ajustada) y los ingresos de la compañía, la cual es, en promedio de los años 2016 a 2019, de 3,0%; Al calcularlo sobre la propiedad planta y equipo, sería de 22,5%. Ambos resultados se comportan estables en el tiempo, por lo que se estima que son adecuados para realizar una proyección.

Tabla 37: Depreciación y amortización histórica

UF	2016	2017	2018	2019	jun-20 UDM
Dep. + Amort.	342.929	349.151	369.290	655.143	609.868
Dep. + Amort. (adj) <sup>13</sup>	342.929	349.151	353.709	354.523	348.030
(Dep + amort) / Ingresos	3,0%	3,0%	3,2%	5,7%	6,0%
(Dep + amort adj) / Ingresos	3,0%	3,0%	3,1%	3,1%	3,4%
(Dep + amort) / (PPE+ act. x der. de uso)	22,1%	21,8%	21,8%	12,9%	12,4%
(Dep + amort adj) / PPE	22,1%	21,8%	24,1%	22,0%	22,3%

Fuente: Elaboración propia.

Con el ratio de depreciación más amortización (ajustada) sobre ingresos de 3,0%, se calculó la depreciación y amortización ajustada, para los años de proyección.

<sup>13</sup> No considera la depreciación asociada a los activos por derecho de uso.

Tabla 38: Depreciación y amortización proyectada

UF	2020	2021	2022	2023	2024
Dep. + Amort. (adj)	307.984	333.709	352.377	363.051	371.342
(Dep + amort adj) / Ingresos	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Fuente: Elaboración propia.

## 9.2. Inversión en reposición

Como se observa en la Tabla 39, las compras de propiedad, planta y equipo (PPE) e intangibles, en el histórico, superan la depreciación del periodo.

Tabla 39: Inversión histórica en PPE e intangibles

UF	2016	2017	2018	2019	jun-20 UDM
Compras PPE	277.570	312.132	408.760	453.740	408.987
Compras act. Intangibles	88.607	66.550	103.211	157.114	154.450
Dep. + Amort. (adj)	342.929	349.151	353.709	354.523	348.030
<b>(Compras PPE + Act. Intangibles) / (Dep. + Amort. adj)</b>	<b>107%</b>	<b>108%</b>	<b>145%</b>	<b>172%</b>	<b>162%</b>

Fuente: Elaboración propia.

Dado lo anterior, se considerará que la inversión en reposición es de un 100% de la depreciación ajustada estimada (ver Tabla 38).

## 9.3. Inversión en capital físico

La PPE de la compañía, como porcentaje de sus ingresos, se mantiene relativamente estable entre 2016 y 2019, con un promedio de 13,5%, por lo que se utilizará este valor para realizar la proyección de 2021 en adelante. Para el caso del segundo semestre de 2020, se utilizará la cifra obtenida durante el primer semestre del año (15,4%).

Tabla 40: Propiedad, planta y equipo proyectado

	2016	2017	2018	2019	2020 (P)	2021 (P)	2022 (P)	2023 (P)	2024 (P)
PPE (UF)	1.555.100	1.599.148	1.465.013	1.610.371	1.559.994	1.484.466	1.567.509	1.614.990	1.651.871
PPE/Ingresos	13,5%	13,7%	12,8%	14,0%	15,4%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
<b>Promedio 2016-2019</b>	<b>13,5%</b>								
Inversión en cap. Físico requerida					0	0	83.043	47.481	36.880

Fuente: Elaboración propia.

#### 9.4. Inversión (liberación) de capital de trabajo

El capital de trabajo operativo de la compañía, medido como la diferencia entre los activos corrientes (excluyendo otros activos no financieros y activos por impuestos) y los pasivos financieros corrientes (excluyendo pasivos por impuestos) es de 3.859 MUF a junio de 2020. Acorde a lo presentando en la Tabla 41, el capital de trabajo operativo sobre ingresos (RCTON) es, en promedio de los años 2016 a 2019, de 40,9%.

Tabla 41: Necesidad de capital de trabajo operativo histórica

UF	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Efectivo y Equivalentes	695.180	1.868.791	1.191.007	1.198.248	1.455.950
Otros activos financieros	211.923	214.119	28.737	18.382	7.343
Deudores comerciales y otras CxC	4.631.650	4.617.482	4.597.866	4.848.386	3.340.586
Inventarios	1.457.242	1.516.116	1.757.755	1.443.267	1.469.740
<b>Activos corrientes operativos</b>	<b>6.995.994</b>	<b>8.216.509</b>	<b>7.575.365</b>	<b>7.508.282</b>	<b>6.273.619</b>
Otros pasivos financieros corr.	250.730	594.471	1.511.916	918.323	1.046.108
Obligaciones por arrendamiento			22.056	275.080	273.362
CxP	1.587.020	1.579.679	1.914.421	1.353.317	859.572
CxP a EERR	126.032	91.425	52.934	71.543	8.455
Otras provisiones	38.011	36.947	207.773	154.093	158.704
Provisiones por beneficios a los empleados	172.208	275.777	96.639	91.504	67.965
<b>pasivos corrientes operativos</b>	<b>2.174.001</b>	<b>2.578.300</b>	<b>3.805.738</b>	<b>2.863.861</b>	<b>2.414.166</b>
<b>CTON (UF)</b>	<b>4.821.993</b>	<b>5.638.209</b>	<b>3.769.626</b>	<b>4.644.421</b>	<b>3.859.453</b>

RCTON	42,0%	48,4%	32,8%	40,5%	38,1%
<b>Promedio (2016-2019)</b>	<b>40,9%</b>				

Fuente: Elaboración propia.

Utilizando el RCTON promedio, para realizar la proyección, se tiene lo siguiente:

Tabla 42: Capital de trabajo operativo proyectado

UF	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos proyectados	10.134.036	10.980.514	11.594.781	11.945.995	12.218.797	12.218.797
RCTON	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%
<b>CTON Proyectado</b>	<b>4.148.556</b>	<b>4.495.078</b>	<b>4.746.540</b>	<b>4.890.315</b>	<b>5.001.992</b>	<b>5.001.992</b>
<b>Variación CTON<sup>14</sup></b>	<b>-289.103</b>	<b>-346.522</b>	<b>-251.462</b>	<b>-143.776</b>	<b>-111.677</b>	<b>0</b>

Fuente: Elaboración propia.

### 9.5. Valor terminal

Para efectos del valor terminal de la compañía, se utilizará como supuesto que no existe crecimiento, dado que no hay sustentos para afirmar lo contrario.

### 9.6. Proyección de los flujos de caja libre

Proyectando los flujos de caja libre, se tiene un resultado negativo para el segundo semestre de 2020 de 432 MUF, recuperándose para 2021 y aumentando sostenidamente en el tiempo hasta alcanzar las 506 MUF en 2024 y un valor de 618 MUF de 2025 en adelante, como se observa en la Tabla 43.

Tabla 43: Flujos de caja libre proyectados

UF	2Q 2020 (P)	2021 (P)	2022 (P)	2023 (P)	2024 (P)	2025 (P)
Utilidad (pérdida del ejercicio)	-324.186	355.441	360.005	370.374	382.456	382.456
(+) Depreciación y amortización	140.654	333.709	352.377	363.051	371.342	371.342
(+) Costos Financieros	92.719	160.018	167.254	177.289	187.927	187.927
(-) Ingresos Financieros	-4.200	-17.959	-17.959	-17.959	-17.959	-17.959
(+/-) Diferencias de cambio	8.548	4.689	4.689	4.689	4.689	4.689
(+/-) Resultados por unidad de reajuste	83.758	60.878	60.878	60.878	60.878	60.878
<b>Flujo de caja bruto</b>	<b>-2.707</b>	<b>896.776</b>	<b>927.244</b>	<b>958.323</b>	<b>989.333</b>	<b>989.333</b>
(-) Inversión de reposición	-140.654	-333.709	-352.377	-363.051	-371.342	-371.342
(-) Inversión en capital físico	0	-83.043	-47.481	-36.880		
(+/-) Inversión (liberación de capital de trabajo)	-289.103	-346.522	-251.462	-143.776	-111.677	
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>-432.464</b>	<b>133.501</b>	<b>275.924</b>	<b>414.616</b>	<b>506.314</b>	<b>617.991</b>

Fuente: Elaboración propia.

<sup>14</sup> Para el año 2020, el RCTON es la diferencia con lo obtenido en el primer semestre del año.



## 10. PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO

### 10.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Utilizando la tasa de descuento WACC de 7,14% estimada en el punto 5.6, se obtiene un valor presente total de los flujo de caja libre de Hites de 7.064 MUF.

Tabla 44: Valor presente de los flujos de caja libre proyectados

	2Q 2020	2021	2022	2023	2024	2025 en adelante
Flujo de caja libre (UF)	-432.464	133.501	275.924	414.616	506.314	617.991
Valor terminal						8.660.254
Valor presente FCL	-417.813	120.388	232.248	325.741	6.803.892	
<b>Valor presente total (WACC= 7,14%)</b>						<b>7.064.455</b>

Fuente: Elaboración propia.

### 10.2. Déficit (Exceso) de capital de trabajo

A junio de 2020, la compañía exhibía un CTON de 3.859 MUF y a diciembre del mismo año se proyectan 4.149 MUF, lo que implica un déficit de 289 MUF.

### 10.3. Activos prescindibles

Para efectos del análisis, se considera que no existen activos prescindibles, puesto que todos ellos son necesarios para el desarrollo del negocio.

### 10.4. Deuda financiera

La deuda financiera de la compañía ascendía a 4.986 MUF a junio de 2020 (excluyendo pasivos por arrendamiento financiero, para ser consistente con el trabajo realizado).

### 10.5. Valorización económica de la empresa y del precio de la acción

A junio de 2020, se tiene un valor total de los activos de 6.775 MUF. Descontando la deuda financiera de la compañía el patrimonio económico es de 1.789 MUF, lo que arroja un precio de la acción estimado de \$136. Al comparar este valor con el precio de la acción real a la misma fecha, que fue de \$134, se tiene una diferencia de 1,8% positiva, es decir, el precio estaba siendo subvalorado.

Tabla 45: Valoración económica al 30 de junio de 2020

UF	jun-20
Valor presente FCL	7.064.455
Exceso (déficit) de CTON	-289.103
Activos prescindibles u otros activos	0
<b>Valor total de activos</b>	<b>6.775.352</b>
Deuda Financiera	4.986.485
Patrimonio Económico	1.788.868
Número de acciones	377.124.663
Precio acción estimado (UF)	0,0047
<b>Precio acción estimado (CLP)(UF=28.696)</b>	<b>136</b>
<b>Precio acción real (CLP)</b>	<b>134</b>
<b>Diferencia precios (%)</b>	<b>1,8%</b>

Fuente: Elaboración propia.

Durante el tercer trimestre del año 2020, el precio de la acción de Hites osciló entre \$ 145,5 y \$ 109,0, como muestra la ilustración 5.

Ilustración 5: Evolución del precio de la acción de Hites



Fuente: Yahoo Finanzas.

## 10.6. Análisis de sensibilidad

Debido a que, producto de la pandemia, en particular el costo de la deuda era elevado, en tanto que las tasas libres de riesgo se encontraban en niveles bajos, para el análisis de sensibilidad, se estimaron diferentes tasas WACC y se establecieron distintas tasas de crecimiento anual de las colocaciones y de los ingresos del segmento retail. Para el caso de las tasas WACC, se sensibilizó con la estructura de capital promedio para los años 2016 a 2020 (133,1%) y con el beta de la acción del año 2019 (1,44), en ambos casos aumentando el precio de la acción (valores del escenario base de 105,1% y 1,48, respectivamente), producto de la disminución del WACC, mientras que con un premio por liquidez del 1,5% (1,0% en escenario base) aumenta, disminuyendo el precio de la acción. Los resultados, se observan en la Tabla 46.

Tabla 46: Análisis de sensibilidad

Precio de la acción	WACC			
	B/P prom. 2016 - jun 20	Beta de la acción a junio 2019	Escenario base	Con premio por liquidez del 1,5%
	6,86%	7,00%	7,14%	7,39%
Escenario base: Crecimiento anual de las colocaciones de 3% en 2021 y 6% de 2022 a 2024 y crecimiento de los ingresos del retail en 8,3%, 5,4%, 1,5% y 0,2% de 2021 a 2024, respectivamente.	<b>163</b>	<b>149</b>	<b>136</b>	<b>114</b>
Crecimiento anual de 3% de las colocaciones y de los ingresos del sector retail (2021 a 2024).	<b>125</b>	<b>113</b>	<b>101</b>	<b>81</b>
Crecimiento anual de las colocaciones y de los ingresos del sector retail de 3% y 8,3% en 2021; 8% y 1% de 2022 a 2024, respectivamente.	<b>225</b>	<b>210</b>	<b>196</b>	<b>172</b>

Fuente: Elaboración propia.

## 11. CONCLUSIÓN

Utilizando el método de valoración de flujos de caja descontados, que consiste, en palabras simples, en analizar el comportamiento histórico de la empresa para proyectar sus flujos futuros, los cuales son descontados a una tasa WACC estimada y de esta manera poder estimar su valor patrimonial actual, se obtuvo un valor de la acción, a junio de 2020, de \$136, un 1,8% superior al valor que se tranzó en el mercado en la misma fecha (\$134), Cabe mencionar que esta valoración tuvo como dificultad el escenario actual que se vive a nivel mundial con la crisis sanitaria, la que ha afectado fuertemente la economía, produciendo incertidumbre, lo que puede explicar en parte las diferencias obtenidas y las grandes desviaciones observadas en el análisis de sensibilidad.

## 12. BIBLIOGRAFÍA

Comisión para el mercado Financiero. Estados Financieros, Memorias anuales, Análisis razonado y Prospectos de Bonos Corporativos. Descargados de <https://www.cmfchile.cl/portal/principal/605/w3-channel.html>

Yahoo Finance. Series de datos de precios de acciones. Descargados de <https://finance.yahoo.com/quote/HITES.SN/history?p=HITES.SN>

Bolsa Electrónica de Chile. Últimas transacciones de Mercado de renta fija. Descargado de [http://publish.bolchile.cl/RentaFija?menu2=EST\\_RENTFIJLIST](http://publish.bolchile.cl/RentaFija?menu2=EST_RENTFIJLIST)

Humphreys clasificadora de riesgo (diciembre 2019). Informe de clasificación de riesgo anual de Hites. Descargado de <https://www.humphreys.cl/wp-content/uploads/2018/08/Informe-Hites-Diciembre-2019-Anual.pdf>

Informativo Bursátil Diario (23 de junio 2020). Bolsa de Santiago. Descargado de <https://servicioscms.bolsadesantiago.com//EstadisticasyPublicaciones/boletines%20burstiles/ibd230620.pdf>

## Anexo 1: Estado de Situación Financiera.

Estado de Situación Financiera Clasificado	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20
<b>Estado de Situación Financiera</b>					
<b>Activos</b>					
<b>Activos corrientes</b>					
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	695.180	1.868.791	1.191.007	1.198.248	1.455.950
Otros activos financieros corrientes	211.923	214.119	28.737	18.382	7.343
Otros Activos No Financieros, Corriente	37.524	42.912	53.195	12.048	35.163
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	4.631.650	4.617.482	4.597.866	4.848.386	3.340.586
Inventarios	1.457.242	1.516.116	1.757.755	1.443.267	1.469.740
Activos por impuestos corrientes	226.842	97.038	116.840	119.049	39.771
Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	7.260.361	8.356.459	7.745.400	7.639.380	6.348.553
Activos corrientes totales	7.260.361	8.356.459	7.745.400	7.639.380	6.348.553
<b>Activos no corrientes</b>					
Otros activos financieros no corrientes	0	0	0	12.829	0
Otros activos no financieros no corrientes	20.693	36.620	24.243	24.342	24.069
Cuentas por cobrar no corrientes	790.899	866.963	980.087	979.947	885.587
Activos intangibles distintos de la plusvalía	485.206	405.489	335.612	327.125	314.625
Propiedades, Planta y Equipo	1.555.100	1.599.148	1.465.013	1.610.371	1.558.075
Activos por derechos uso contratos de arrendamiento	0	0	227.122	3.477.931	3.380.016
Activos por impuestos diferidos	1.165.526	1.244.233	1.464.223	1.549.435	1.664.860
Total de activos no corrientes	4.017.424	4.152.452	4.496.300	7.981.981	7.827.233
Total de activos	11.277.785	12.508.912	12.241.699	15.621.361	14.175.786
<b>Patrimonio y pasivos</b>					
<b>Pasivos</b>					
<b>Pasivos corrientes</b>					
Otros pasivos financieros corrientes	250.730	594.471	1.511.916	918.323	1.046.108
Obligaciones por contratos de arrendamiento	0	0	22.056	275.080	273.362
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.587.020	1.579.679	1.914.421	1.353.317	859.572
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, Corriente	126.032	91.425	52.934	71.543	8.455
Otras provisiones a corto plazo	38.011	36.947	207.773	154.093	158.704
Pasivos por Impuestos corrientes	72.635	173.036	142.458	144.845	158.398
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	172.208	275.777	96.639	91.504	67.965

Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	2.246.635	2.751.336	3.948.196	3.008.707	2.572.564
Pasivos corrientes totales	2.246.635	2.751.336	3.948.196	3.008.707	2.572.564
<b>Pasivos no corrientes</b>					
Otros pasivos financieros no corrientes	3.428.764	4.068.582	2.962.952	4.228.187	3.940.376
Obligaciones por contratos de arrendamiento	0	0	265.959	3.728.356	3.636.181
Pasivo por impuestos diferidos	107.191	87.259	57.255	42.321	37.453
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	53.310	13.910	16.865	19.692	21.004
Total de pasivos no corrientes	3.589.265	4.169.751	3.303.030	8.018.555	7.635.014
Total pasivos	5.835.900	6.921.086	7.251.226	11.027.262	10.207.578
<b>Patrimonio</b>					
Capital emitido	2.874.098	2.825.818	2.747.125	2.674.914	2.638.889
Ganancias (pérdidas) acumuladas	2.429.292	2.619.756	2.107.801	1.785.749	1.197.675
Primas de emisión	66.847	65.724	63.893	62.214	61.376
Otras reservas	71.295	76.097	71.168	70.662	69.710
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	5.441.531	5.587.395	4.989.988	4.593.539	3.967.651
Participaciones no controladoras	353	431	485	560	557
Patrimonio total	5.441.884	5.587.825	4.990.473	4.594.099	3.968.208
Total de patrimonio y pasivos	11.277.785	12.508.912	12.241.699	15.621.361	14.175.786



## Anexo 2: Estado de Resultados (por función).

Estado de Resultados Por Función	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20
<b>Estado de resultados</b>					
<b>Ganancia (pérdida)</b>					
Ingresos de actividades ordinarias	11.480.564	11.637.761	11.489.202	11.470.998	10.121.573
Costo de ventas	-6.857.515	-6.952.242	-6.951.623	-7.130.402	-6.824.278
Ganancia bruta	4.623.050	4.685.519	4.537.579	4.340.596	3.297.295
Ganancias que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	0	0	0	0	0
Pérdidas que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	0	0	0	0	0
Costos de distribución	-115.854	-126.576	-135.717	-101.342	-83.014
Gasto de administración	-3.500.756	-3.707.871	-3.701.485	-3.486.306	-3.178.986
Otras ganancias (pérdidas)	-30.380	-5.086	-29.429	17.465	-24.258
<b>Ganancias de actividades operacionales</b>	<b>976.060</b>	<b>845.985</b>	<b>670.948</b>	<b>770.413</b>	<b>11.037</b>
Ingresos financieros	31.105	23.905	33.020	24.601	16.051
Costos financieros	-259.449	-229.053	-264.692	-375.489	-318.812
Diferencias de cambio	-902	-1.840	-7.881	-8.133	-11.054
Resultado por unidades de reajuste	-47.784	-28.656	-64.093	-102.981	-173.951
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	699.031	610.342	367.303	308.411	-476.729
Gasto por impuestos a las ganancias	-97.864	-111.029	-66.115	-85.121	56.602
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	601.166	499.312	301.188	223.290	-420.126
Ganancia (pérdida)	601.166	499.312	301.188	223.290	-420.126
<b>Ganancia (pérdida), atribuible a</b>					
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	601.011	499.220	301.099	223.196	-420.174
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras	155	92	90	94	47
Ganancia (pérdida)	601.166	499.312	301.188	223.290	-420.126
<b>Ganancias por acción</b>					
<b>Ganancia por acción básica (EN PESOS)</b>					
Ganancia (pérdida) por acción básica en operaciones continuadas	41,990	35,474	22,009	17,681	
Ganancia (pérdidas) por acción básica en operaciones discontinuadas					
Ganancia (pérdida) por acción básica	41,99	35,47	22,01	17,68	

### Anexo 3: Estado de Flujo de Efectivo (método indirecto).

Estado de Flujo de Efectivo Indirecto	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20
<b>Estado de flujos de efectivo</b>					
<b>Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación</b>					
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	13.766.386	13.880.811	16.212.834	16.290.032	14.573.996
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	-11.180.880	-11.270.585	-13.162.283	-13.097.852	-11.338.652
Pagos a y por cuenta de los empleados	-1.431.283	-1.570.945	-1.685.069	-1.477.193	-1.261.377
Otros pagos por actividades de operación	-3.090	-4.415	-15.080	-3.157	-3.836
Intereses recibidos	0	11.368	31.599	24.270	15.739
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)	-136.691	19.534	-133.660	-100.447	34.818
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	1.014.442	1.065.769	1.248.341	1.635.652	2.020.688
<b>Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión</b>					
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	795	0	0	0	0
Compras de propiedades, planta y equipo	-277.570	-312.132	-408.760	-453.740	-408.987
Compras de activos intangibles	-88.607	-66.550	-103.211	-157.114	-154.450
Otras entradas (salidas) de efectivo	0	0	212.592	0	0
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	-365.383	-378.682	-299.379	-610.854	-563.437
<b>Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación</b>					
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	44.035	999.352	0	2.019.197	513.408
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	1.140.077	1.098.299	0	0	0
Total importes procedentes de préstamos	1.184.112	2.097.651	0	2.019.197	513.408
Pagos de préstamos	-1.458.739	-1.091.685	-1.111.545	-2.300.836	-1.224.912
Pagos de pasivos por arrendamientos financieros	-47.529	-34.257	0	0	0
Pagos de obligaciones por contratos de arrendamientos	0	0	-35.871	-420.539	-367.183
Dividendos pagados	-241.396	-300.202	-223.347	-105.371	-66.214
Intereses pagados	-193.647	-173.304	-203.941	-178.702	-187.405
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	-757.201	498.202	-1.574.704	-986.251	-1.332.307
Incremento neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	-108.141	1.185.290	-625.742	38.547	124.945
<b>Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo</b>					
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo					
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	-108.141	1.185.290	-625.742	38.547	124.945

Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo	803.321	683.502	1.816.749	1.159.700	1.182.110
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo	695.180	1.868.791	1.191.007	1.198.248	1.307.054

#### Anexo 4: Evolución del precio de la acción.

