



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de tendencia de
clasificación**

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Empresas Hites S.A.

Enero 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de Bonos Efectos de Comercio Tendencia	BBB+ BBB+/Nivel 2 Estable ¹
EEFF base	30 septiembre 2014

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Línea de bonos a 10 años Serie A	Nº 701 de 27.02.2012 Primera Emisión
Línea de bonos a 30 años	Nº 702 de 27.02.2012
Línea de efectos de comercio	Nº 089 de 15.12.2011

Estado de Resultados Consolidado IFRS

Miles de \$	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Sep 2013	Ene-Sep 2014
Ingresos totales	146.360.306	183.910.997	227.512.020	253.830.651	271.056.964	184.760.023	190.602.788
Costo de ventas	-94.775.953	-116.602.400	142.197.283	-159.932.895	-167.103.234	-114.153.469	-116.613.776
Margen Bruto	51.584.353	67.308.597	85.314.737	93.897.756	103.953.730	70.606.554	73.989.012
Gastos de administración y distrib	-43.355.748	-52.245.972	-66.868.642	-73.464.769	-80.005.144	-56.385.035	-60.696.646
Resultado Operacional	7.546.563	14.365.028	17.352.189	20.187.129	23.802.801	14.116.966	13.042.075
Costos financieros	-4.071.434	-1.859.494	-3.581.645	-6.233.167	-6.738.389	-5.146.256	-4.663.643
Utilidad del Ejercicio	2.990.208	11.237.596	12.292.854	13.500.277	15.133.355	8.107.808	5.615.997
EBITDA	12.910.516	20.066.734	23.361.427	26.479.781	30.506.586	19.018.519	19.257.366

¹ Tendencia anterior: En Observación.

Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS

Miles de \$	dic-09	dic-10	dic-11	2012	2013	sep-14
Activos Corrientes	103.603.963	119.630.408	146.968.327	169.955.059	172.744.190	157.411.456
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	13.683.803	11.867.903	14.536.808	40.333.935	32.927.555	21.349.562
Activos No Corrientes	49.531.169	53.757.331	63.074.366	72.013.169	80.477.921	98.038.203
Total Activos	153.135.132	173.387.739	210.042.693	241.968.228	253.222.111	255.449.659
Pasivos Corrientes	49.311.434	63.993.182	94.737.741	61.741.231	73.589.056	45.873.558
Pasivos No Corrientes	27.404.032	25.070.189	17.441.776	73.294.895	61.164.053	84.801.981
Pasivos Totales	76.715.466	89.063.371	112.179.517	135.036.126	134.753.109	130.675.539
Patrimonio total	76.419.666	84.324.368	97.863.176	106.932.102	118.469.002	124.774.120
Patrimonio y Pasivos, Total	153.135.132	173.387.739	210.042.693	241.968.228	253.222.111	255.449.659
Deuda Financiera	50.124.390	46.497.519	61.967.229	77.731.632	78.429.138	93.061.259

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Empresas Hites S.A. (Hites) opera en el sector *retail* y, mediante la tarjeta de crédito Hites, de su propiedad, participa también en la actividad financiera, enfocándose en los segmentos C3-D de la población bajo la modalidad de tiendas por departamentos. Lo anterior ha significado que, en sus 18 tiendas actuales, con 106 mil m² de superficie disponible para la venta, reciba aproximadamente tres millones de visitas al mes. A su vez, a septiembre de 2014 el número de tarjetas habientes activos alcanzaba a más de 484 mil, con un *stock* de colocaciones brutas de \$ 128.195 millones (aproximadamente US\$ 214 millones).

Durante 2013 los ingresos por concepto de *retail* alcanzaron \$182.375 millones, mientras que los ingresos del negocio financiero totalizaron en \$ 88.682 millones; todo lo cual llevó a un margen EBITDA en torno al 11,3%, sumando \$ 30.507 millones, con un resultado final que alcanzó los \$ 15.1333 millones. A septiembre de 2014 los ingresos consolidados anualizados ascendieron a \$ 276.900 millones, con un EBITDA anualizado de \$ 30.745 millones y una deuda financiera de \$ 93.061 millones.

Las perspectivas de la clasificación se han modificado desde "En Observación" a "Estable" por cuanto los hechos han demostrado que la administración de **Hites** ha logrado adecuar satisfactoriamente su estructura de negocios a la disminución legal de la tasa máxima convencional. Sin perjuicio de ello, no se descarta efectos posteriores, pero de incidencia acotada.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Hites** en "Categoría BBB+" se ha considerado el bajo nivel de endeudamiento relativo de la compañía, a pesar del incremento durante los primeros trimestres de 2013 debido a la colocación de bonos de diciembre de 2012, en particular por el hecho

de participar del negocio financiero el cual suele desarrollarse con mayor nivel de apalancamiento. En efecto, según información a septiembre de 2014, el *stock* de colocaciones netas superan en 1,37 veces las obligaciones financieras, guarismo que se reduce a 1,02 veces si se excluye totalmente los créditos repactados. La relación entre las cuentas por cobrar y la deuda financiera de la compañía le otorgan una adecuada flexibilidad y capacidad de maniobra para enfrentar escenarios adversos que pudieren deteriorar su cartera crediticia.

Por otra parte, según el indicador de **Humphreys**, la relación entre deuda financiera y flujo de caja de largo plazo (FCLP) ² asciende a 4,0 veces (con todo, se debe tener en consideración que en el negocio financiero la recaudación de las cuentas por cobrar se utiliza para dar cumplimiento a las obligaciones asumidas para financiar dichos activos).

En forma complementaria, la clasificación de riesgo incorpora la aplicación de una conservadora política de provisiones que tiene como objetivo que ellas representen entre 95% y 105% de los castigos de manera tal que la contabilidad refleje razonablemente el valor real del patrimonio de la sociedad. Asimismo, la evaluación considera la larga experiencia de la empresa atendiendo a su segmento objetivo, tanto en la venta minorista como en el otorgamiento de crédito, habiendo enfrentado con éxito diversos escenarios adversos para su actividad. En paralelo, se suma el hecho que en los últimos años el emisor ha crecido en forma importante sin afectar la solidez de su balance.

También, dentro de los elementos positivos se incluye un proceso de aprobación y rechazo de créditos formalizado y probado, y la existencia de instancias de control independientes y profesionalizadas que contribuyen a mitigar los riesgos operativos del negocio.

Tampoco es ajeno a la clasificación la reestructuración de los pasivos llevada a cabo a través de la suscripción de un crédito sindicado en abril de 2012 y la emisión de un bono privado en diciembre de 2012, que permitirá a la compañía acometer su plan de inversiones en el período 2013-2015. Con todo, dada la ralentización de la actividad económica, se ha reevaluado el proceso de apertura de tiendas, que contemplaba originalmente duplicar el número de tiendas y superficie de ventas.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida, entre otros elementos, por un volumen de negocios comparativamente bajo y márgenes moderados. Sin embargo, se reconoce que la compañía ha revertido las pérdidas en el negocio de *retail* y, a la vez, una moderación de las ganancias del segmento financiero, lo cual ha significado un rebalanceo de las operaciones de la compañía.

Asociado con lo anterior, la clasificación de riesgo se acota por la alta concentración de las ventas de la compañía. En general, **Hites** presenta bajo número de puntos de ventas en relación con las otras tiendas por departamentos y en comparación con algunas tiendas especializadas (18 locales versus operadores con más de 35 establecimientos en el país). También se aprecia concentración por zonas geográficas, con un porcentaje relevante de sus ventas concentradas en la Región Metropolitana.

² El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Por otra parte, el negocio financiero, que ha sido el principal soporte de las utilidades de la compañía, a futuro podría reducir su rentabilidad por la intensificación de la competencia con operadores con mejor acceso a las fuentes de financiamiento y menor costo de fondeo y por los recientemente aprobados cambios legales tendientes a reducir la tasa máxima convencional, la cual, por una parte, podría significar un menor ingreso por concepto de intereses (que actualmente bordea el 42% de los ingresos financieros de **Hites**), pero, a la vez podría significar un incremento en el número de clientes que podrían ver disminuido su acceso al crédito en instituciones bancarias y que podrían demandar los servicios financieros ofrecidos por el emisor. Al respecto, se ha observado una caída en el número de clientes, conforme la administración ha implementado políticas más conservadoras que han significado dejar de atender a los clientes más riesgosos, en conjunto con un aumento en la colocación promedio por cliente, lo cual, en definitiva, ha resultado en un incremento en la cartera bruta total de la emisora.

Otro elemento que restringe la categoría de riesgo, y en parte relacionado con lo ya mencionado, dice relación con el bajo nivel de flujo operacional de la compañía³ en función de sus ingresos y en comparación con otros participantes del sector *retail*.

La clasificación de riesgo considera, además, el segmento objetivo de Hites, C3-D, de elevado riesgo en términos corporativos (sumado a que el emisor provee de productos que no pueden ser calificados de primera necesidad). Prueba de ello, es el elevado porcentaje de cartera repactada que presenta la compañía, la cual en promedio para los últimos tres años y en términos netos se ha situado en 17,6% del total

Adicionalmente la asignación de la categoría de riesgo incorpora la necesidad de crecimiento de la empresa para incrementar su competitividad en la industria, situación no exenta de riesgo por cuanto implica una correcta evaluación de la localización de los puntos de ventas, incrementar las colocaciones controlando su riesgo y financiar el capital de trabajo, en particular el demandado por el uso de la tarjeta de crédito. Como se dijo más arriba, para el período 2013-2015 se estimaba que el plan de expansión significaría originalmente una inversión superior a los US\$250 millones, estando actualmente en reevaluación.

Finalmente el proceso de evaluación incluye la concentración por arrendadores de locales, que incluye los puntos de ventas ubicado en el centro de Santiago, con el atenuante que en estos momentos se trata de contratos de largo plazo con inmobiliarias relacionadas con la sociedad.

Cabe precisar que la clasificación asignada por **Humphreys** ya incorpora el elevado nivel de repactaciones con que opera el emisor.

A futuro la clasificación de riesgo podría verse afectada negativamente en la medida que la aplicación de la nueva normativa que regula la fijación de la tasa máxima convencional conllevará a una reducción importante en los márgenes totales del negocio del emisor.

³ Flujo de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación

Hechos recientes

Resultados 2013

Al 31 de diciembre 2013 los ingresos sumaron \$ 271.056 millones, lo que corresponde a un aumento de 6,8% respecto de 2012. De este crecimiento, los ingresos del segmento *retail* tienen una incidencia de 6,7%, mientras que la de los ingresos financieros es de 0,1%. El costo de ventas se incrementó en 4,5% respecto a igual período de 2012, mientras que los gastos de administración y distribución se incrementaron en 8,9%.

El resultado operacional alcanzó los \$ 23.803 millones y el resultado del ejercicio llegó a \$ 15.133 mostrando un incremento respecto de diciembre 2012 (17,9% y 12,1% respectivamente). El EBITDA tuvo una variación positiva de 15,2%, llegando a \$ 30.507 millones en 2013.

Resultados primeros tres trimestres de 2014

En los primeros nueve meses de 2014, **Hites** obtuvo ingresos de explotación por \$ 190.603 millones, lo que implica un alza de 3,2% respecto a igual período del año anterior. Por su parte, el costo de ventas se incrementó en 2,2%, totalizando \$ 116.614 millones.

Los gastos de administración y distribución, por su parte, se expandieron un 7,6% hasta \$ 60.697 millones. Incremento explicado principalmente por la inauguración de nuevas tiendas. Como consecuencia, el resultado operacional fue de \$ 13.042 millones, lo que representa una caída de 7,6% respecto de septiembre de 2013.

El EBITDA del período fue de \$ 19.257 millones, lo que significa una mejora de 1,3% respecto de septiembre de 2013, cuando alcanzó los \$ 19.019 millones. El resultado del ejercicio por su parte, tuvo una reducción de más de 30%, pasando desde \$8.108 millones a \$5.616 millones, debido al efecto de la depreciación del peso y el incremento en los registros inflacionarios, que perjudicaron el resultado no operacional. Al cierre de los estados financieros, la empresa registraba un patrimonio de \$ 124.774 millones, cuentas por cobrar (tarjeta comercial) por \$ 111.266 millones y una deuda financiera de \$ 93.061 millones.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Bajo nivel de endeudamiento (sobre todo si se considera que el modelo de negocio incluye la actividad financiera).

Fortalezas complementarias

- Experiencia en el rubro.
- Política conservadora en materia de provisiones.
- Adecuados procedimientos de otorgamiento y administración de los créditos.

Fortalezas de apoyo

- Marca conocida.

Riesgos considerados

- Bajos niveles de márgenes, en comparación con otros *retailers* (riesgo medio).
- Efectos de regulaciones a los términos de los créditos (riesgo con posibles impacto no menor, pero susceptible de ser administrado, tal como se ha evidenciado hasta la fecha el impacto de la disminución de la tasa máxima convencional).
- Proceso de expansión de operaciones podría estresar situación financiera (riesgo administrable).
- Riesgos propios del sector financiero (susceptible de ser administrado y atenuado).
- Concentración de ventas por tiendas (riesgo que debiera disminuir por efecto del crecimiento).
- Segmento objetivo vulnerable (riesgo siempre latente, pero que en el pasado ha podido ser administrado).

Definición categorías de riesgo

Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría Nivel 2

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad de que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Reducido apalancamiento financiero: A septiembre de 2013 la empresa opera con una relación pasivo exigible sobre patrimonio de 1,05 veces, reducido si se considera lo relevante del negocio financiero de la compañía. En la desagregación de los estados financieros por tipo de negocio informado por la compañía, la relación pasivo exigible sobre patrimonio asciende a 1,26 veces para la actividad financiera y a 0,66 veces para el *retail*, lo cual significa un incremento desde los valores registrados en septiembre de 2013, en que alcanzaban a 1,25 y 0,63 veces, respectivamente. Importante es destacar que en los últimos cuatro años la relación entre cuentas por cobrar (tarjeta) y pasivos financieros ha fluctuado entre 181% y 120%.

Política de provisiones conservadora: La prudente política de la compañía se ve reflejada en el nivel de sus provisiones que a septiembre de 2014 cubrían y superaban el total de la cartera bruta con mora superior a 90 días y representaba el 87% de toda la mora sobre 60 días (en el caso de la cartera repactada, las provisiones totales superan el valor total de la cartera bruta). Se considera que es una política de la compañía ya que estos guarismos se han mantenido en los actuales niveles desde, por lo menos, el año 2011.

Adecuado control de riesgo operativo en negocio financiero: La empresa reconoce la importancia de disponer de adecuados procesos y sistemas de originación, de cobranza y de administración de la cartera crediticia, así como de un efectivo control de cada una de estas funciones. En la práctica, en el negocio crediticio **Hites** se apoya en un sistema de *scoring* orientado a evaluar el riesgo que enfrenta la compañía sobre la base de las características de los clientes (discriminando, por ejemplo, por tipo nivel de remuneración, grado de formalidad y antigüedad en el lugar de trabajo, entre otros factores); complementado, entre otros, por adecuados sistemas de control e instancias de contraloría interna dependientes del directorio de la sociedad y que entre sus responsabilidades está el correcto monitoreo y control cruzado de las provisiones y de los créditos repactados.

Experiencia en rubro y segmento específico: La entidad opera desde el año 1940, generando una importante expansión en los últimos seis años, habiendo duplicado en este período la superficie total de ventas. En la práctica, la empresa, en los ejercicios más reciente, ha enfrentado crisis económica como la *subprime*, la denominada "crisis asiática" y en toda su trayectoria ha superado fuertes recesiones como la del año 82, procesos inflacionarios e inestabilidad política.

Factores de riesgo

Retail de baja escala comparativa y moderado margen: El bajo volumen del negocio de ventas al detalle, en relación con los otros actores que participan en la modalidad de tiendas por departamentos, no favorece el acceso a economías de escala. Además, junto con incrementar el volumen del negocio, se requiere mejorar sus márgenes del negocio. Según datos a septiembre de 2014, el nivel de ingresos de la compañía representa entre el 13% y 25% del ingresos de los líderes de la industria (si bien parte de dichas ventas se en el extranjero, ello no inhibe el acceso a economías de escalas).

Regulación de los términos de los préstamos: Los cambios en el marco normativo pueden afectar la rentabilidad de los distintos segmentos de operación. En efecto, la promulgación de la reducción de la tasa máxima convencional requirió un ajuste en la estructura de comisiones cobrada por **Hites**, unido a un incremento de la colocación promedio que ha compensado la caída en el número de clientes, razón por la cual no se ha registrado una caída en los ingresos generados en el segmento financiero.

Concentración de ventas: Durante los primeros tres trimestres de 2014 más de 28,2% de las ventas se generaron en las tiendas situadas en el centro de Santiago, y más de un 55% en la Región Metropolitana. El plan de crecimiento debiera tender a diversificar las ventas, tanto por locales como por zonas geográficas. Cabe agregar, además, que un grupo de locales, que representan el 16,5% de las ventas, son arrendados a una misma sociedad inmobiliaria.

Riesgos del crecimiento: Los niveles de competencia, que repercuten negativamente en los márgenes del negocio, conllevan la necesidad de operar a gran escala y, por ende, presionan a un crecimiento continuo del *retail*. Bajo este escenario, **Hites** tiene un plan de crecimiento que por la esencia propia de todo proyecto no está exento de riesgo: i) riesgo de localización; ii) incremento de la cartera crediticia, con riesgo desconocido; iii) necesidad de financiamiento del capital de trabajo, en particular para financiar el uso de la tarjeta de crédito. No obstante, se reconoce que el plan de expansión ha sido postergado transitoriamente, dado el escenario de ralentización de la actividad económica.

Exposición del negocio financiero: El negocio financiero, que sostiene las utilidades de la compañía, podría resentir su rentabilidad producto de la reducción esperada para la tasa máxima convencional. Tampoco se puede descartar a futuro nuevas reglamentaciones que afecten el riesgo de las operaciones de créditos. Siendo este un riesgo transversal a la industria, otros operadores podrían verse comparativamente menos afectados por tener un costo de financiamiento más barato y/o un negocio de *retail* con mejores márgenes. De hecho, el segmento financiero ha venido exhibiendo una caída en sus márgenes, toda vez que durante 2010 la ganancia bruta representó casi un 261% de los gastos de administración asignados a ese segmento, guarismo que se ha reducido a 131% en 2012, exhibiendo posteriormente al alza, al exhibir un 134% en 2013, para finalizar en 122,2% a septiembre de 2014.

Vulnerabilidad del mercado objetivo: La mayor vulnerabilidad de los grupos socio-económicos que atiende **Hites** queda de manifiesto en los niveles de cartera repactada con que opera la compañía y en los niveles de créditos al día. La cartera repactada neta representa el 18,0% del total, en tanto que los préstamos al día representan un 73,4% la cartera neta total (repactada y no repactada).

Antecedentes generales

Historia

La compañía inicia sus actividades en 1940, año en que inaugura su primer local comercial. Posteriormente, en 1960, **Hites** comienza la fabricación de electrodomésticos, mientras que en 1974, dada la apertura de la

economía, comienza la importación de línea blanca y electrónica. En 1987 se incorpora el concepto de multitiendas, incluyendo departamentos de vestuario y hogar.

A partir de 1990 comienza la emisión de la tarjeta de crédito propia, la cual, a partir de 2001 permite realizar avances en efectivo y compras en comercios adheridos.

En 2009 la empresa efectúa un aumento de capital, mediante su apertura en bolsa. Por otro lado, en 2012 emite un bono privado por un millón de unidades de fomento.

Propiedad

A continuación se presenta la estructura de propiedad al 30 de septiembre de 2014. Los controladores corresponden a Inversiones Niágara, controlada a su vez por Isaac Hites, e Inversiones Paluma Uno, controlada por Hershale Hites.

Nombre	% de Propiedad
Inversiones Paluma Uno Ltda.	29,38%
Inversiones Niágara S.A.	29,38%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	11,60%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	6,91%
Fondo de inversión Larraín Vial Beagle	6,06%
Banchile C de B S.A.	3,64%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	2,54%
Banco Itaú por cuenta de inversionistas	2,13%
CHG Corr de Bolsa S.A.	0,96%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	0,82%
Santander S.A. Corr de Bolsa	0,65%
Comercial e Inmobiliaria Nacional Ltda.	0,54%
Resto	5,39%
TOTAL	100%

Directorio y ejecutivos

Al 31 de diciembre de 2013 el directorio de la compañía estaba conformado de la siguiente manera:

Nombre	Cargo
Enrique Bone Soto	Presidente
Ignacio Guerrero Gutiérrez	Director
Javier Etcheberry Celhay	Director
Ernesto Edwards Risopatrón	Director
Marcos Hites Palombo	Director
Jaime Hites Weber	Director
Alex Fischer Weiss	Director

A igual fecha la administración está a cargo de los siguientes profesionales:

Nombre	Cargo
Ricardo Brender Zwick	Gerente General
Gonzalo Irrarrazaval del Campo	Gerente Div. Adm. Y Finanzas
Juan Carlos Parra	Gerente Div. Sucursales
Jorge Belmar Tello	Gerente Div. Operaciones
Enrique Ventura Brodsky	Gerente División Desarrollo
Francisco Montesino Vásquez	Gerente de Riesgo Financiero
Silvia Díaz Barrios	Gerente de Contabilidad
Jaime Anusch Brikisak	Gerente División Servicios Financieros
Iván Contreras Miranda	Gerente de Recursos Humanos
Bernardo Biniek Fellay	Gerente de Administración
Ricardo Levy Cerda	Contralor
Eduardo Rodriguez Perez	Fiscal

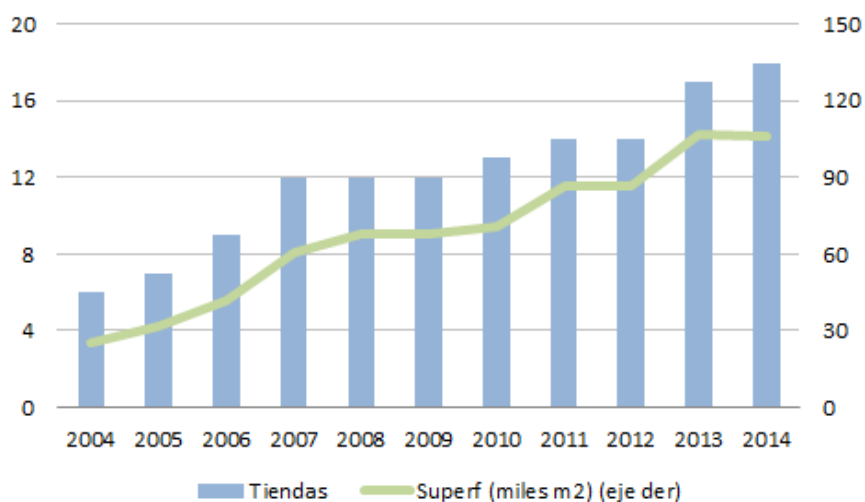
Descripción del negocio *retail*

La venta al detalle representa aproximadamente el 65% de los ingresos totales de la compañía. Actualmente cuenta con 18 tiendas en diversas ciudades del país, las cuales, con sus casi 106.241 m², reciben aproximadamente tres millones de visitas al mes. Las ventas de este segmento se concentran principalmente en el segmento Vestuario y Electrohogar (aproximadamente 40% cada uno) y Decoración (14%).

La compañía tiene como objetivo atender principalmente el segmento C3-D, lo cual se refleja en la ubicación geográfica de las tiendas.

El número de tiendas y la superficie disponible para la venta se presentan en la Ilustración 1.

Ilustración 1
Número de Tiendas y Superficie de Ventas. 2004-2014



Como se aprecia, la superficie ha registrado, salvo la última observación, una tendencia creciente. En el mediano plazo, la emisora espera incrementar el número de tiendas.

En términos de distribución, de acuerdo con lo informado por la emisora, durante Enero-Septiembre 2014 un 28,1% de las ventas totales de **Hites** se generaron en las tiendas situadas en el centro de Santiago (idéntico porcentaje durante el mismo período del año anterior) y más de un 55% proviene de tiendas situadas en la región metropolitana.

El margen bruto del segmento *retail* se ha venido incrementando desde el año 2010, lo cual ha permitido que el resultado integral de este segmento haya sido positivo durante 2012 y los primeros tres trimestres de 2013, como se presenta en la siguiente tabla:

Segmento Retail
Ingresos, Ganancias y Margen Bruto. 2010-2014.T3

	2010	2011	2012	2013	Ene-Sept 2014
Ingresos actividades ordinarias	114.024.818	147.473.082	165.405.804	182.374.758	122.264.449
Ganancia bruta	25.406.994	34.581.816	41.947.383	48.319.431	31.495.354
Margen bruto	22,3%	23,4%	25,4%	26,5%	25,8%

Las ventas del segmento *retail* se distribuyen principalmente en los productos para el hogar (Deco, Electro y Otros), y vestuario, como se aprecia en la siguiente tabla:

Segmento Retail
Estructura Ingresos. 2009-2011

	2009	2010	2011	2012	2013	2014.T1-T3
Hogar	57%	60%	60%	57%	59%	58%
Vestuario	43%	40%	40%	43%	41%	42%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Los principales proveedores de la compañía corresponden al segmento Electrodomésticos, teniendo la compañía acceso a una amplia oferta de proveedores.

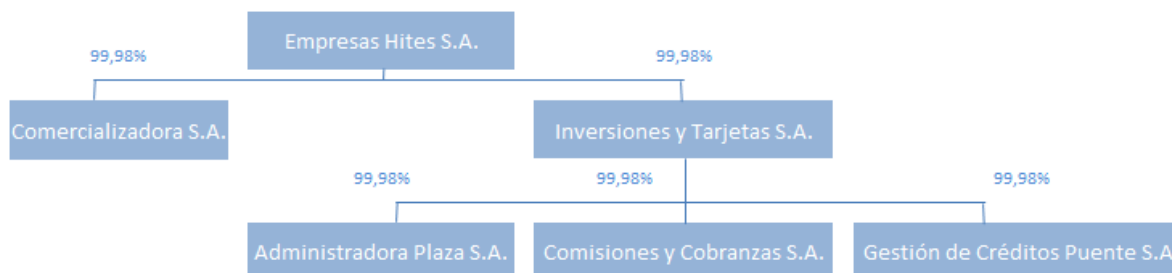
Descripción del negocio financiero

Además de la venta al detalle de electrodomésticos y vestuario, la compañía entrega créditos directos a sus clientes a través de la venta en tiendas propias y comercios asociados, además de avances en efectivo. La actividad financiera representó el 35,9% de los ingresos de explotación en los tres primeros trimestres de 2014. En términos aproximados, durante el período enero-septiembre de 2014 las colocaciones se distribuyeron en 45% en compras en las tiendas, 15% en comercios asociados, 33% en avances en efectivo y 7% en otros⁴.

La empresa tiene el 99,98% de la propiedad de Comercializadora S.A., la cual es la adquirente, tanto en Chile como en el extranjero, de los productos que se comercializan en las distintas multitiendas que opera la cadena, los que publicita, anuncia, promueve y pone a disposición de los clientes. Además, es la que arrienda las tiendas y concentra la mayor cantidad de gastos.

Además, el negocio financiero se canaliza a través Inversiones y Tarjetas S.A., propiedad en un 99,98% de Empresas Hites. Esta filial 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. También financia las colocaciones generadas a través del Comercio Adherido.

⁴ Considera las colocaciones por concepto de "Pago Mínimo", "Reprogramaciones" y "Cuota Fácil".



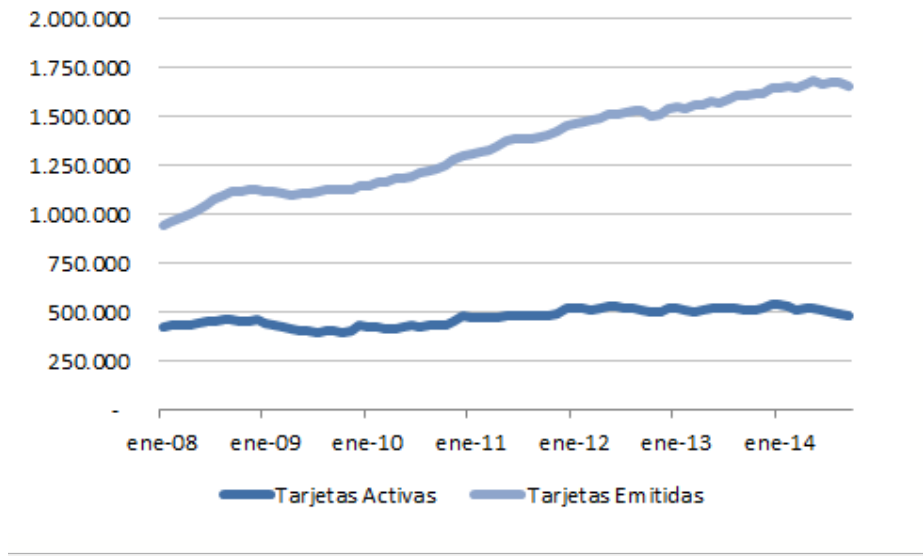
De Inversiones y Tarjetas S.A. dependen, a su vez, las filiales Administradora Plaza S.A., que otorga el servicio de administración de cartera financiada a los clientes de la Tarjeta Hites; Comisiones y Cobranzas S.A. que efectúa los servicios de cobranza para los créditos morosos; y Gestión de Créditos Puente S.A. realiza la labor de desarrollo de 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).

La compañía cuenta con un sistema de *scoring* orientado a evaluar la exposición al riesgo de la compañía sobre la base de las características de los clientes (discriminando, por ejemplo, por tipo nivel de remuneración, grado de formalidad y antigüedad en el lugar de trabajo, entre otros factores). Dada la característica de bajo grado de formalidad de su demanda, la deuda promedio de los clientes de antigüedad inferior a un año se sitúa bajo los \$ 100 mil, incrementándose conforme aumenta el período de tiempo como deudor, hasta un máximo cercano a \$ 390 mil cuando exhibe entre 3 y 4 años de operaciones. Con todo, a septiembre de 2014, la deuda promedio de los clientes de la compañía ascendía a \$ 265 mil.

El número de tarjetas emitidas ha exhibido una trayectoria creciente, con una leve reversión de esta tendencia hacia fines del período de análisis debido al ajuste en las políticas de crédito, totalizando aproximadamente 1.650.000 en septiembre de 2014, mientras que las tarjetas activas⁵, luego de haber superado las 500 mil, a fines del período alcanzan 484 mil (ver Ilustración 2).

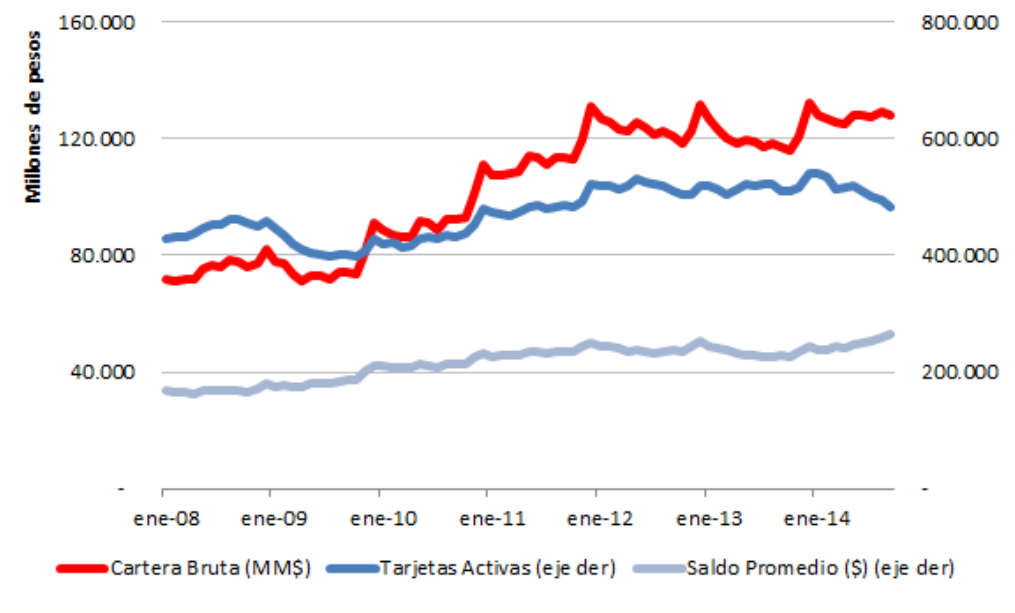
⁵ Cliente con deuda al día o cuyo vencimiento total o parcial se encuentra en un tramo de mora menor a 181 días

Ilustración 2
Tarjetas Emitidas y Activas. 2008- Sept 2014

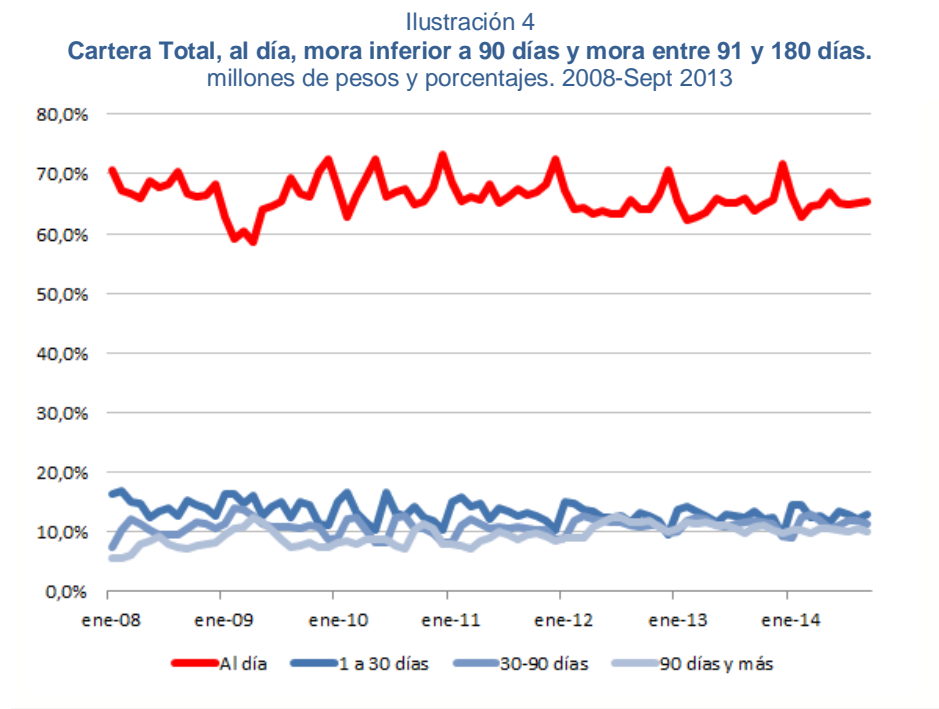


A pesar de la disminución del número de tarjetas activas, la cartera bruta de **Hites**, que a septiembre de 2013 alcanzaba a \$117.200 millones, se ha incrementado a casi \$129.000 millones, debido al incremento del saldo promedio, lo cual ha sido posible por la disminución del crédito a los clientes más riesgosos (ver Ilustración 3).

Ilustración 3
Cartera Bruta, Clientes Activos y Saldo Promedio. 2008- Sept 2014



Respecto a la morosidad, se aprecia que a septiembre de 2014 la cartera al día se mantiene en torno al 65% del total, en tanto que el resto de los segmentos de morosidad se han situado en torno al 10% cada uno, como se aprecia en la Ilustración 4.



Los márgenes brutos registrados en el segmento financiero son sustancialmente mayores que los registrados en el *retail*, aun cuando en 2012 experimentan una reducción por los efectos de la eliminación de los registros de DICOM; con posterioridad se han recuperado a niveles similares a los registrados en los años inmediatamente anteriores. Más aún, a pesar de que se esperaba una contracción de los niveles de margen por la reducción en la tasa máxima convencional, la emisora ha podido implementar diversas medidas de ajuste en su estructura de comisiones, lo cual ha significado una recuperación en los niveles de margen.

Segmento Financiero
Ingresos, Ganancias y Margen Bruto. 2010-2014.T3

	2010	2011	2012	2013	Ene-Sept 2014
Ingresos actividades ordinarias	69.886.179	80.038.938	88.424.969	88.682.206	68.338.339
Ganancia bruta	41.901.603	50.732.921	51.950.373	55.634.299	42.493.658
Margen bruto	60,0%	63,4%	58,7%	62,7%	62,2%

El número de cuotas promedio para las compras en tienda alcanza a 7,6 meses, mientras que el plazo promedio de las repactaciones alcanza a 17 cuotas. Por otro lado, la proporción de cartera repactada respecto de la total se situó en más de un 20,3% (en términos brutos) al tercer trimestre de ese año, lo que representa una reducción respecto del 22,2% registrado en el mismo período del año anterior.

El proceso de repactación es 100% presencial, y para esto el cliente debe dar un pie correspondiente a aproximadamente 10% de su deuda.

Hites cuenta con un sistema de cobranza que establece instrumentos de operación de creciente complejidad a medida que se incrementa el plazo de morosidad, incluyendo acciones judiciales a un porcentaje de clientes en mora. Si no es posible llegar a un acuerdo con los clientes morosos, la empresa castiga el monto total de la deuda a los 180 días de atraso.

Análisis financiero

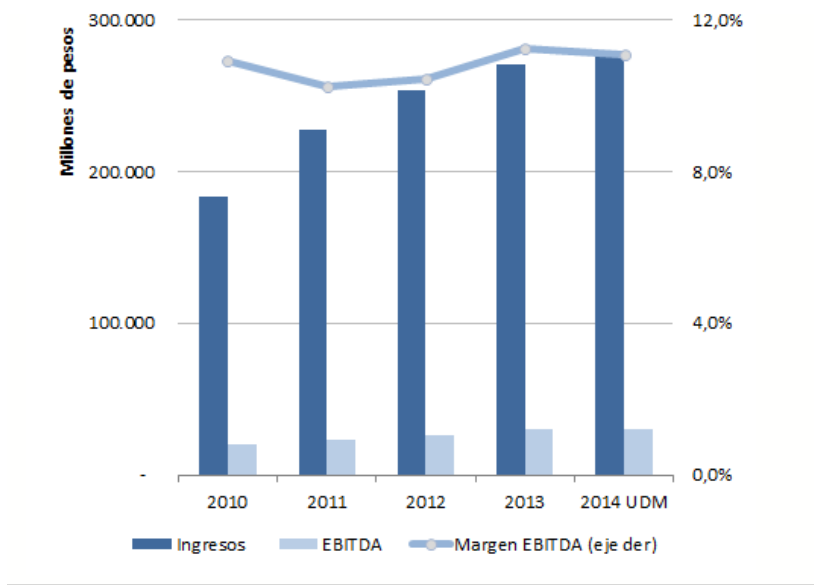
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Hites**, abarcando los ejercicios comprendidos entre 2010 y septiembre 2014⁶.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Durante el año móvil finalizado al tercer trimestre de 2014 los ingresos de **Hites** alcanzaron casi los \$ 277 millones, registrando un margen EBITDA de 11,1%. Cabe destacar que este margen se ha incrementado desde los valores cercanos a 10% registrados en 2011 y 2012 (ver Ilustración 5).

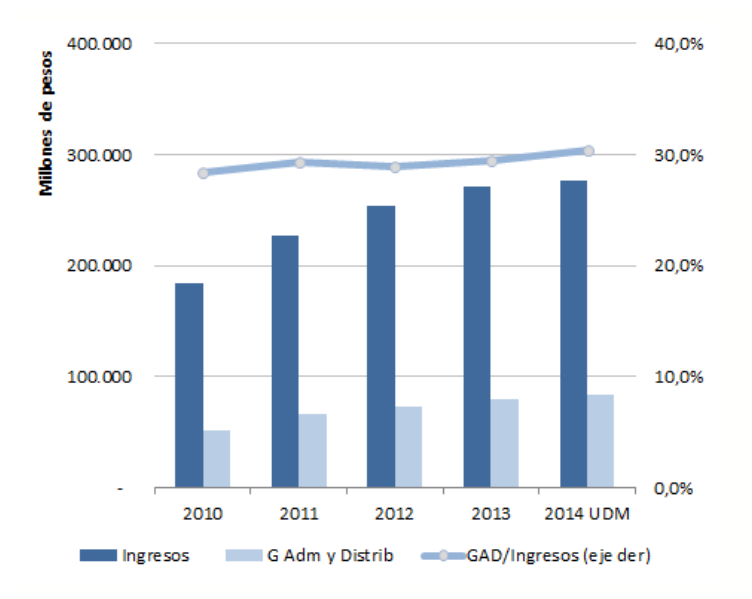
⁶ Para efectos comparativos, los datos de 2013 se consideran como año móvil, 2012.T3 a 2013.T3

Ilustración 5
Ingresos y Margen EBITDA. 2009-Sept 2013
 Millones de pesos y porcentaje



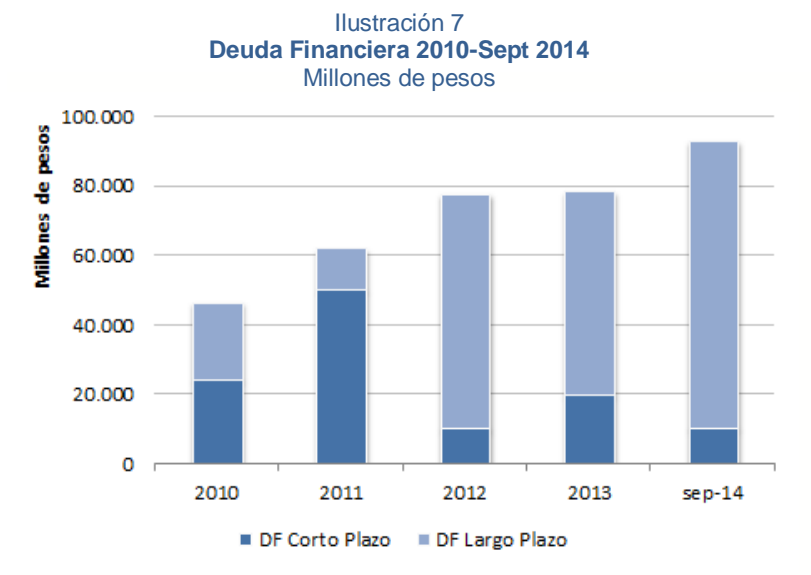
La tasa de eficiencia, medida como gastos de administración y distribución como porcentaje de ingresos se ha mantenido en torno a un 30%, tal como se aprecia en la Ilustración 6.

Ilustración 6
Ingresos y Gasto de Administración y Distribución. 2010-Sept 2014
 Millones de pesos y porcentaje

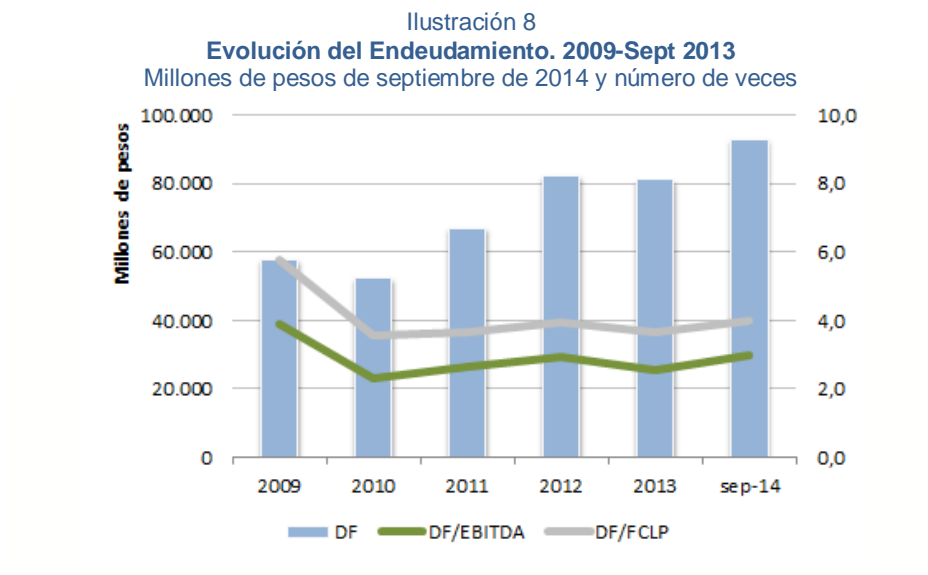


Evolución del endeudamiento y la liquidez

A septiembre de 2014 la deuda financiera de **Hites** ascendía a \$ 93.061 millones, un 18,7% mayor a la contabilizada al cierre del 2013. Luego de la colocación del bono en 2012, la deuda se concentra en un 89% en el largo plazo, tal como se presenta en la Ilustración 7.



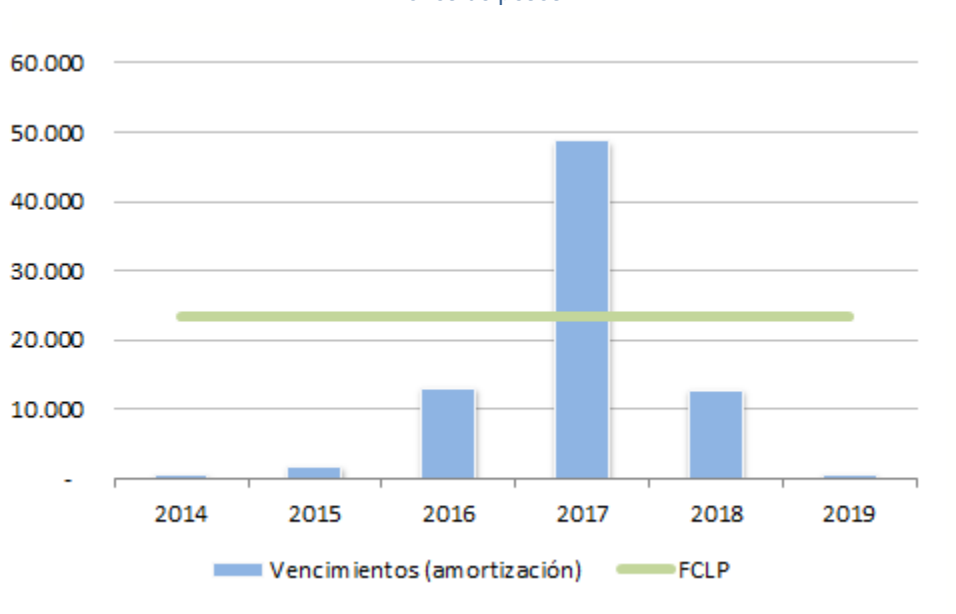
El incremento de la deuda financiera se ha traducido en un aumento de los indicadores de endeudamiento, situándose, con todo, el indicador DF/FCLP en niveles inferiores a 4 veces, como se aprecia en la Ilustración 8.



A continuación se muestra el plan de amortizaciones anuales de la deuda actualmente vigente, en comparación con su Flujo de Caja de Largo Plazo, que corresponde a la capacidad de generación de flujos que históricamente ha mostrado la base de activos de la compañía, luego del pago de intereses e impuestos, y disponible para hacer frente a las amortizaciones de la deuda.

Como se observa en el gráfico, el FCLP permitiría cumplir las obligaciones por concepto de la deuda financiera, excepto en el año 2017, fecha en que vence el bono emitido a fines de 2012. Aun cuando se reconoce que el bajo nivel que presenta el Flujo de caja de Largo Plazo se ve influido por los reducidos rendimientos registrados durante 2009, y que aquél debería crecer conforme la compañía aumenta la escala de sus operaciones, aprovechando las consiguientes economías de escala; la reciente postergación de los planes de expansión atentarían contra lograr esos mayores rendimientos. En consecuencia, la necesidad de refinanciar los vencimientos de 2017, incrementa los riesgos que enfrentará la compañía en ese período. Por otra parte, dado que parte importante de la deuda financiera cuenta por cobrar, se refuerza la probabilidad de refinanciamiento en la medida que la cartera de colocaciones mantenga un comportamiento adecuado.

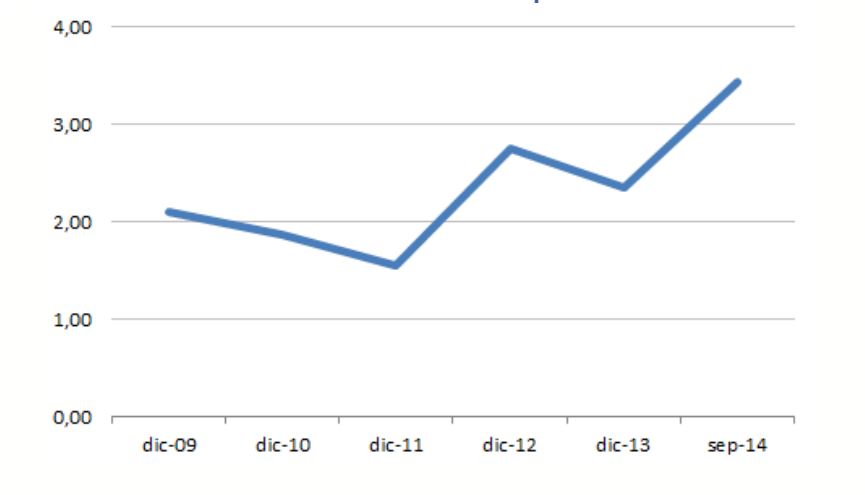
Ilustración 9
Perfil de Vencimientos 2014-2019
Millones de pesos



Con relación a la liquidez de la empresa, medida a través de la razón circulante⁷, luego de una tendencia decreciente hasta 2011, se observa un incremento importante de este indicador, situándose en valores superiores a 3,4 en septiembre de 2014, como se aprecia en la Ilustración 10 (situación que debiera cambiar el 2016, salvo que con antelación se refinancien los vencimientos del año 2017).

⁷ Razón circulante = activo circulante/pasivo circulante

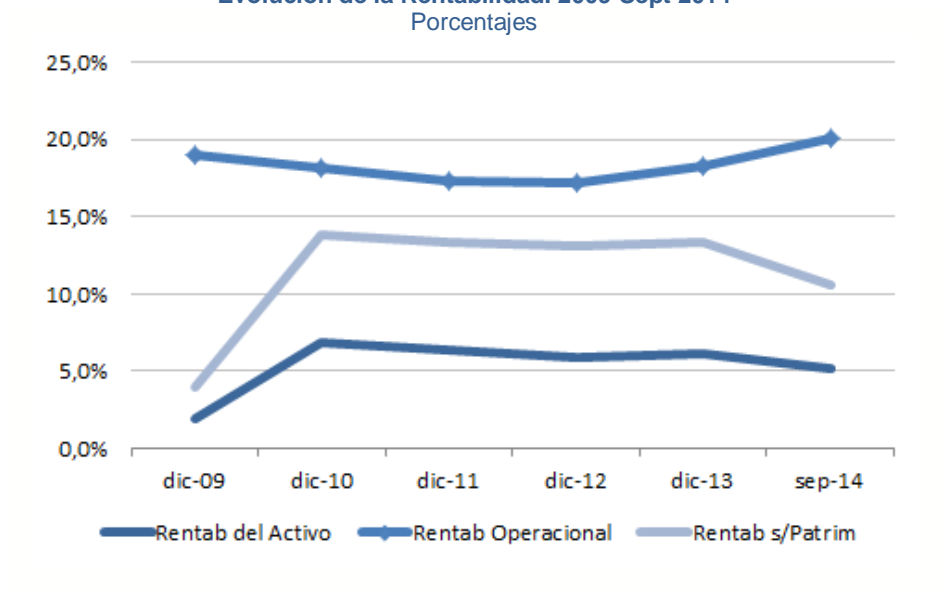
Ilustración 10
Razón Circulante. 2009-Sept 2013



Evolución de la rentabilidad⁸

A partir de niveles relativamente reducidos de rentabilidad del activo y del patrimonio registrados durante 2009, la compañía incrementó durante 2010 estos indicadores, estabilizándose hasta diciembre de 2012. En lo más reciente, aun cuando la rentabilidad operacional muestra un crecimiento, las rentabilidades sobre el activo y sobre el patrimonio muestran una reducción (ver Ilustración 11).

Ilustración 11
Evolución de la Rentabilidad. 2009-Sept 2014
Porcentajes

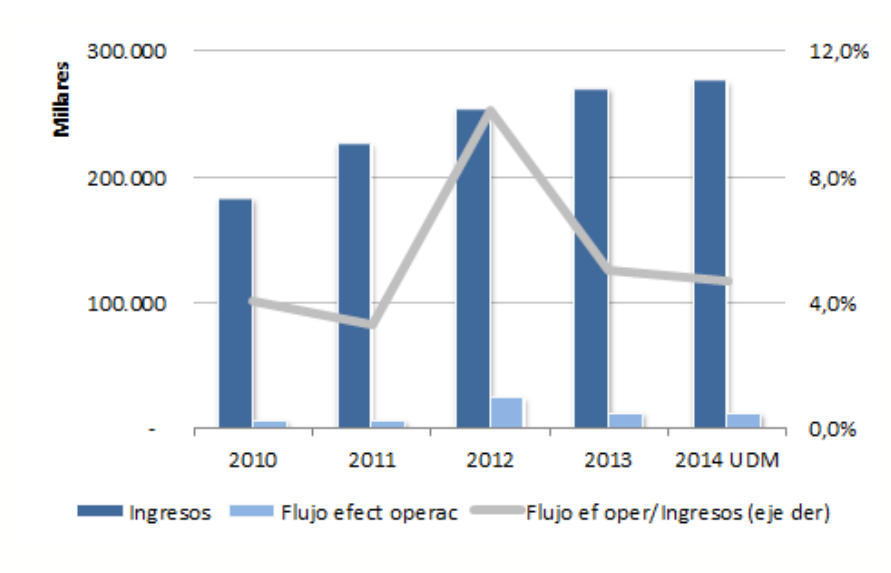


⁸ Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos);
Rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades planta y equipo, promedio);
Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

Flujo de efectivo de la operación

El siguiente gráfico muestra que el flujo de efectivo de la operación presentó un incremento importante en 2012, en que alcanzó más del 10% de los ingresos. Posteriormente se ha estabilizado en torno a valores cercanos a 5% (ver Ilustración 12).

Ilustración 12
Flujo de Efectivo de la Operación. 2009-Sept 2013
Millones de pesos y porcentajes



Bonos

Las siguientes son las características de las líneas de bonos y bono serie A emitido con cargo a la primera línea:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	701 del 27-02-2012	702 del 27-02-2012
Monto máximo línea	UF 2.500.000	UF 2.500.000
Moneda de emisión	Unidades de fomento	Unidades de fomento
Plazo vencimiento	10 años	30 años

Características de la serie A

Monto colocado	UF 1.000.000
Tasa de interés	6,2%
Vencimiento	20-11-2017

Covenants financieros

Nivel de endeudamiento	Inferior a 1,5 veces (0,57 veces a septiembre 2014)
Cobertura de gastos financieros	Superior a 3,0 veces (4,95 veces a septiembre 2014)

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."