



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

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

## Ripley Corp S.A.

Julio 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 22433 5200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia Acciones Tendencia Estados financieros	<b>A+</b> <b>Estable</b> <b>Primera Clase Nivel 1</b> <b>Estable</b> 31 de marzo de 2019
Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos Bonos serie D (BRPLC-D) Bonos Serie E (BRPLC-E) Bonos serie H (BRPLC-H) Bonos serie I (BRPLC-I)	Nº 728 de 25.09.12 Primera emisión Primera emisión Segunda emisión Segunda emisión
Línea de bonos Bonos serie F (BRPLC-F) Bonos serie G (BRPLC-G)	Nº 729 de 25.09.12 Primera emisión Primera emisión
Línea de bonos Bonos serie J (BRPLC-J)	Nº 871 de 05.10.17 Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
Miles de pesos de cada año	2014	2015	2016	2017	2018	Ene-Mar 2019
Ingreso actividades ordinarias	1.500.084.355	1.541.334.456	1.598.399.318	1.669.037.686	1.702.063.266	390.788.704
Costo de ventas <sup>1</sup>	-936.495.681	-967.677.219	1.001.438.234	-1.053.067.662	-1.066.308.044	-246.831.579
Gastos de distrib. y admin.	-487.821.411	-514.839.597	-532.361.483	-540.929.561	-559.560.427	-131.822.966
<b>Resultado operacional</b>	<b>75.767.263</b>	<b>58.817.640</b>	<b>64.599.601</b>	<b>75.040.463</b>	<b>76.194.795</b>	<b>12.134.159</b>
Costos financieros	-19.051.130	-18.641.028	-20.413.512	-22.342.225	-21.280.078	-8.906.307
<b>Ganancia</b>	<b>44.621.061</b>	<b>-51.135.413</b>	<b>114.517.669</b>	<b>85.851.442</b>	<b>69.663.837</b>	<b>6.825.202</b>
EBITDA <sup>2</sup>	114.746.455	142.076.354	151.808.111	161.350.834	163.861.522	39.758.923

<sup>1</sup> Los gastos financieros asociados a las filiales bancarias son contabilizadas como un costo operacional.

<sup>2</sup> Emisor informa, a partir de 2015, EBITDA calculado como resultado operacional más gastos por intereses y reajustes, depreciación y amortización. EBITDA según metodología **Humphreys** calculado considerando los ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + depreciación y amortización.

Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS						
Miles de pesos de cada año	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-19
Activos corrientes	1.177.592.879	1.192.666.088	1.303.700.436	1.353.170.666	1.460.966.159	1.484.244.770
Activos no corrientes	1.070.940.551	1.188.073.946	1.383.835.917	1.426.262.900	1.511.246.718	1.831.125.159
<b>Total activos</b>	<b>2.248.533.430</b>	<b>2.380.740.034</b>	<b>2.687.536.535</b>	<b>2.779.433.566</b>	<b>2.972.212.877</b>	<b>3.315.369.929</b>
Pasivos corrientes	837.528.670	1.021.056.054	1.298.945.159	1.144.243.201	1.248.193.299	1.328.409.086
Pasivos no corrientes	593.719.577	520.927.510	493.155.481	690.262.632	714.151.157	1.036.882.664
<b>Total pasivos</b>	<b>1.431.248.247</b>	<b>1.541.983.564</b>	<b>1.792.100.640</b>	<b>1.834.505.833</b>	<b>1.962.344.456</b>	<b>2.365.291.750</b>
Patrimonio	817.285.183	838.756.470	895.435.713	944.927.733	1.009.868.421	950.078.179
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>2.248.533.430</b>	<b>2.380.740.034</b>	<b>2.687.536.353</b>	<b>2.779.433.566</b>	<b>2.972.212.877</b>	<b>3.315.369.929</b>
Deuda financiera <sup>3</sup>	1.065.522.397	1.148.321.030	1.333.226.945	1.389.714.912	1.469.943.511	1.855.478.831 <sup>4</sup>

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Ripley Corp S.A. (Ripley Corp)** es la entidad matriz de un grupo de empresas que controla directamente las sociedades Ripley Chile S.A. y Ripley Internacional S.A., filiales que desarrollan actividades en los sectores *retail*, inmobiliario y bancario, tanto en Chile como en Perú.

Según los estados financieros consolidados a diciembre de 2018, **Ripley Corp** generó ingresos por US\$ 2.450 millones<sup>5</sup> y un EBITDA de US\$ 236 millones. Durante este período, las ganancias de las operaciones en Chile alcanzaron a US\$ 91 millones, mientras que en Perú sumaron US\$ 32 millones. Al 31 de marzo de 2019, su patrimonio consolidado llegaba a US\$ 1.400 millones<sup>6</sup>, en tanto que la deuda financiera alcanza a US\$ 2.239 millones<sup>7</sup>, de la cual un 76,3% corresponde al negocio bancario, contabilizando los arrendamientos financieros dentro de la deuda financiera, esta alcanza un valor de US\$ 2.735 millones.

La clasificación ha sido asignada tomando en consideración que la sociedad mantiene inversiones en filiales cuyo valor económico estimado es muy superior al saldo insoluto de sus

<sup>3</sup> Hasta 2014 incluye cuentas por pagar a empresas relacionadas afectas a tasa de interés, pagadas el 2015.

<sup>4</sup> Dado el cambio de NIC 17 a NIIF 16, se incluye en la deuda financiera los arrendamientos financieros.

<sup>5</sup> Tipo de cambio utilizado a diciembre de 2018: \$ 694,77/US\$.

<sup>6</sup> Tipo de cambio utilizado a marzo de 2018: \$ 678,39/US\$.

<sup>7</sup> Esta deuda incorpora la deuda de las filiales bancarias.

pasivos financieros y que, además, su principal activo –Ripley Chile- ha sido calificado por **Humphreys** en *Categoría AA-*.

Una de las principales fortalezas que sirve como fundamento para la calificación de los títulos de deuda<sup>8</sup> de **Ripley Corp** en “*Categoría A+*” en el largo plazo y “*Categoría Nivel 1*” para sus emisiones de corto plazo es el adecuado nivel de solvencia de sus inversiones operativas, en particular Ripley Chile S.A, y por el elevado valor estimado de las misma en relación con las obligaciones financieras individuales del emisor. En relación con sus filiales, dentro del negocio de *retail* destaca, tanto en Chile como en Perú, el fuerte posicionamiento que ostentan las empresas filiales en sus respectivos mercados y el elevado reconocimiento de sus marcas comerciales, características que en conjunto favorecen su competitividad y respaldan la adecuada estrategia de crecimiento del emisor. En lo relativo al negocio financiero de Banco Ripley, banca de personas, se reconoce la existencia de una cartera de clientes atomizada, que diversifica el riesgo de las colocaciones y cuya operación presenta sinergias con el negocio de *retail*.

El segmento bancario es relevante en la generación de flujos, dada la asociación entre el área *retail* y el banco. Una operación más cercana de ambas líneas de negocios posibilita un mayor acceso a información comercial de los clientes (dentro de lo que posibilita la ley), situación que permite a la empresa segmentar su mercado objetivo y los créditos de acuerdo con el perfil del cliente, logrando, así, atender de forma más especializada tanto a los sujetos de créditos susceptibles de “bancarizar” como a aquellos de rentas más reducidas.

Otro atributo que apoya la clasificación de los títulos de deuda dice relación con el control que ejerce sobre las filiales operativas, lo que permite controlar su política de distribución de dividendos, en caso de presentar mayores requerimientos de flujos.

Del mismo modo, se toma como favorable la adecuada cobertura geográfica de ventas en Chile con un total de 47 tiendas, la amplia red de proveedores con que cuenta el negocio de *retail* y la existencia de abastecedores alternativos.

La evaluación incorpora también como factores positivos el potencial de crecimiento que la compañía presenta en Perú (país clasificado en grado de inversión) y el aporte del segmento inmobiliario a la diversificación de ingresos, negocio que ha ganado mayor relevancia en el último tiempo.

---

<sup>8</sup> A la fecha el emisor mantiene tres líneas de bonos vigentes inscritas y colocadas y dos líneas de efectos de comercio, sin colocaciones vigentes.

Además, se valoran los avances que ha tenido la compañía en la digitalización de sus procesos en Chile y Perú, tanto en el segmento retail como en el segmento financiero, lo que le ha permitido obtener un fuerte crecimiento en las ventas online<sup>9</sup> (aumento de un 37% ventas *online* en 2018, respecto 2017), mayor conocimiento de sus clientes, fidelización y captación de estos.

Desde otra perspectiva, la categoría asignada se encuentra limitada por los riesgos propios de sus inversiones, fundamentalmente por los altos niveles de competencia existentes en todos los sectores en que participan las filiales (*retail* y bancario), tanto en Chile como en Perú; los riesgos asociados al deterioro del consumo (no de primera necesidad) y de las cuentas por cobrar durante los períodos contractivos; la necesidad de administrar el crecimiento necesario para mantener el posicionamiento de mercado y nivel de competitividad, y la dependencia de la empresa a los dividendos de sus filiales.

Otros factores de riesgo son la alta proporción de arriendos de los puntos de venta: aproximadamente un 77% de las tiendas en Chile son arrendadas, mientras que en Perú el 82% se encuentra en esta situación, sin embargo, esto se ve atenuado debido a que la compañía posee participación en trece malls entre Chile y Perú a marzo de 2019.

Otros puntos de riesgo son la exposición cambiaria de la empresa (mitigado en gran medida por uso de derivados) y el mayor riesgo económico y político de la inversión en Perú, donde el riesgo soberano es superior al de Chile.

Adicionalmente, el análisis considera el perfil de vencimientos del segmento no bancario que presenta descalces en 2020 y 2021. Sin embargo, esto es mitigado por las altas posibilidades que posee la compañía para refinanciar su deuda, en particular por la elevada holgura entre el valor de mercado estimado para sus activos y su deuda financiera individual. Además, el control del 100% de sus filiales facilita los préstamos relacionados.

La clasificación de los títulos accionarios de **Ripley Corp** en *Primera Clase Nivel 1* se sustenta en la elevada presencia bursátil de los papeles, que a marzo de 2019 alcanza un promedio mensual de 99,1% (últimos doce meses).

---

<sup>9</sup> Aunque aún con baja incidencia en relación con las ventas totales.

La perspectiva es “*Estable*”, ya que en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía, en opinión de **Humphreys**.

A futuro, la clasificación de los bonos podría mejorar en la medida que su filial principal mejore su capacidad competitiva a través de, por ejemplo, una mayor escala, mayor participación de mercado o mayor nivel de eficiencia que le permita enfrentar los cambios en la industria del *retail*.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Alto valor económico de sus inversiones.

#### Fortalezas complementarias

- Control de política de dividendos de filiales.
- Operaciones en distintos rubros y países permitiendo sinergias entre estos.

#### Fortalezas de apoyo

- Experiencia en el rubro y solidez financiera y comercial.
- Adecuada capacidad de abastecimiento.

#### Riesgos considerados

- Fuerte competencia al interior de la industria en que participan las filiales (atenuado por su importancia relativa dentro del sector).
- Sensibilidad de la demanda ante ciclos económicos.
- Exposición cambiaria, tanto por la operación de *retail*, como su presencia en diversos países.
- Riesgos propios de las filiales (atenuado por diversidad de negocios).
- Dependencia de dividendos de las filiales (atenuado por controlar la política de reparto de utilidades) para enfrentar su calendario de vencimientos.
- Alta proporción de puntos de venta bajo modalidad de arriendo (mitigado por la participación que tiene en malls).
- Presión al crecimiento (énfasis en comercio digital) y, por ende, a la necesidad de financiar el capital de trabajo (atenuado por la experiencia ante distintos escenarios sectoriales y económicos).

## Hechos recientes

### Resultados a diciembre de 2018

En 2018 los ingresos de **Ripley Corp** llegaron a \$ 1.702.063 millones, con un incremento de 2,0%, explicado, principalmente, por mayores ingresos en los tres segmentos en Chile, contrarrestado, en menor medida, por un menor desempeño de Perú. Además, cabe señalar

que dentro del segmento *retail*, dada la estrategia que **Ripley Corp** ha desarrollado el último año, las ventas por internet han aumentado más de un 30% en 2018, respecto de 2017<sup>10</sup>.

Los costos de ventas subieron 1,3%, alcanzando \$ 1.066.308 millones en 2018, con lo que el margen de explotación fue de \$ 635.755 millones (37,4% respecto de los ingresos, en comparación a 36,9% en 2017).

Por su parte, el resultado operacional llegó a \$ 76.195 millones, lo cual significó un aumento de 1,5% respecto del año anterior. El EBITDA del período alcanzó a \$ 163.862 millones, lo que implicó un alza de 1,6% respecto de 2017.

El resultado reportado por la emisora totalizó ganancias por \$ 69.664 millones en 2018, un 18,9% inferior a lo obtenido en 2017, producto la menor ganancia en la valorización de propiedades de inversión a valor razonable en asociadas.

### Resultados primer trimestre 2019

El primer trimestre de 2019, los ingresos totales crecieron 4,9% respecto del mismo período del año anterior, explicado por el aumento de los ingresos de todos los segmentos de operación y una apreciación de la moneda peruana respecto al peso chileno; mientras que el costo de ventas aumentó un 6,6%. De esta manera, la ganancia bruta se expandió en 1,9%, si bien es un resultado positivo, la tasa de crecimiento es baja dado la menor actividad económica exhibida en Chile en el período, los menores volúmenes compras de extranjeros y un aumento de las promociones a nivel de industria.

El EBITDA de la compañía, por su parte, totalizó \$ 39.759 millones superior en un 21,4% respecto del mismo período del año anterior, sin embargo, si se excluye el efecto en el cambio de la norma NIIF 16 (arrendamientos financieros) el EBITDA hubiese tenido una disminución de 7,0%. En tanto que el emisor registró una ganancia en el trimestre por \$ 6.825 millones, lo que implicó una disminución de 32,6% en comparación con el primer trimestre de 2018.

## Definición categorías de riesgo

### Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse

<sup>10</sup> Aunque aún con baja incidencia en relación con las ventas totales.

levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+” corresponde a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

### **Primera Clase Nivel 1**

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una excelente combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

## **Oportunidades y fortalezas**

**Solidez financiera y comercial de las filiales:** Ripley Chile y Ripley Internacional -filiales de **Ripley Corp** y generadoras de flujos del *holding*, principalmente Ripley Chile- son las matrices de un grupo de empresas orientadas al desarrollo de actividades comerciales, a través de las áreas de *retail* (tiendas por departamento), financiera (principalmente en apoyo de las ventas a crédito de las tiendas) e inmobiliaria (participación en la propiedad tanto en asociaciones como desarrollos inmobiliarios propios).

La solidez financiera, el posicionamiento y el reconocimiento de su marca son fortalezas de **Ripley Corp**. Ripley Chile presenta un posicionamiento consolidado, lo que se refleja en su participación de mercado de aproximadamente 20,8%<sup>11</sup>. La filial en Perú también posee un fuerte posicionamiento de marca, consolidado por la existencia de más de 20 años en dicho país.

Cabe señalar, que Ripley Chile se encuentra clasificada en “Categoría AA-” por **Humphreys** y durante 2018 sus ingresos ascendieron a US\$ 1.637 millones, representando cerca del 66,8% de los ingresos consolidados de su matriz.

**Control de política de dividendos de filiales:** **Ripley Corp** controla el 100% del capital accionario de sus empresas filiales, lo que le permite ejercer pleno control de la política de dividendos de éstas, que posibilita adecuar los flujos de acuerdo a las necesidades de financiamiento requerido para enfrentar los pagos de los compromisos financieros de la matriz.

**Sinergias entre rubros de *retail* y banco:** La empresa en Chile, a diciembre de 2018, ha emitido alrededor de seis millones de tarjetas de crédito, de las cuales alrededor de 1,3

<sup>11</sup> Considerando las ventas *retail* de las empresas con información pública (2018).

millones posee saldo. Lo anterior, además de ser un valioso activo por sí mismo, constituye una importante herramienta para continuar desarrollando el negocio crediticio y ampliando la oferta de productos, a través de sinergias con el Banco Ripley Chile.

Asimismo, las tarjetas emitidas en Perú han aumentado de manera sistemática en los últimos periodos, alcanzando alrededor de 1,2 millones de plásticos, de los cuales aproximadamente 477 mil cuentan con saldo, lo que representa una oportunidad de crecimiento importante.

**Amplia red de proveedores y capacidad de oferta:** La amplia red de proveedores de la que disponen las filiales dedicadas al *retail* y la existencia de alternativas a los mismos aseguran un adecuado abastecimiento para la compañía y una baja dependencia de ellos. A esto se suma el hecho que una importante parte de las compras se realiza fuera del país y se centralizan para Chile y Perú (en caso de los productos similares), situación que genera un gran poder de negociación para la empresa, aunque sujeto a las variaciones de los tipos de cambio múltiples. A diciembre de 2018, **Ripley Corp** mantiene un nivel de inventarios cercano a US\$ 417 millones.

**Valor económico de sus activos:** De acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, el valor de los activos del emisor debiera superar en cerca de ocho veces su deuda financiera directa (con desviación no relevante si se cambian los supuestos dentro de rangos razonables).

## Factores de riesgo

**Intensificación de la competencia directa y de sustitutos:** En Chile, la competencia en el mercado de las tiendas por departamento es permanente y los grupos existentes se consolidan cada vez más como conglomerados que operan con distintos formatos.

En Chile, Ripley disputa el segundo lugar en participación con Paris (de Cencosud). En Perú, el espacio para crecer hace atractiva la entrada de nuevos competidores a un mercado en el que hasta ahora sólo operaban Falabella, Ripley, Oeschle y, recientemente, Paris. Por otra parte, la masificación del *internet* en el comercio podría llevar a la desintermediación en el mercado de bienes transables, con el consiguiente impacto negativo para el emisor y la industria.

Cabe agregar, que Ripley Chile y Ripley Perú, dados los avances de la industria en los canales digitales, han implementado y evolucionado fuertemente en su plataforma *online*, alcanzando a marzo de 2019 aproximadamente un 14,3% de sus ventas a través de este medio. Junto con esto, ha implementado avances en el área digital lo que les ha permitido tener mayores eficiencias y mayor flujo y captación de clientes. Asimismo, dado que el sector se ha

caracterizado por combinar la venta al por menor con el negocio crediticio, la reducción de la tasa máxima convencional podría acentuar la competencia en el *retail*.

**Sensibilidad del consumidor ante ciclos económicos:** La demanda de la industria de *retail* está fuertemente ligada a la actividad económica de un país. Así, las ventas al detalle orientadas al mercado de las personas se ven resentidas en períodos recesivos, en especial si se trata de productos prescindibles. Esta característica se presenta de forma similar en el comportamiento crediticio de los deudores, con lo que disminuye la tasa de recupero de los créditos. Al analizar el comportamiento de los resultados de la compañía al año 2009, se observa que ello se ha visto plasmado en la práctica, ya que la utilidad y la generación de caja se vieron fuertemente afectadas por el entorno económico del país y la región.

**Necesidad de mantener y administrar el crecimiento:** La industria en la que se desenvuelve la compañía requiere el continuo aprovechamiento de economías de escala, por lo que es necesario que la empresa alcance mayores niveles de eficiencia de manera de mantener su posición competitiva. En el caso de la filial Ripley Chile, esta expansión se origina de la necesidad de aumentar su cobertura de ventas, con énfasis en el comercio electrónico. En Perú este riesgo es mayor, pues existe aún bastante espacio para crecer, lo que incrementa la importancia relativa de las nuevas inversiones para financiar nuevos puntos de venta y el mejoramiento continuo de la administración de inventarios y aspectos logísticos, además de los canales *online*. Todo ello, en el contexto de necesitar allegar recursos a la matriz para que ésta responda a sus obligaciones financieras, que a diciembre de 2018 alcanzan \$ 822.726 millones en el corto plazo y \$ 647.217 millones en el largo plazo.

**Dependencia a los dividendos de las filiales:** En forma individual, **Ripley Corp** no genera ingresos operacionales; por lo tanto, su fuente de ingresos recurrente queda supeditada al reparto de dividendos por parte de las filiales. Si bien es cierto que al tener el control de éstas la compañía posee decisión sobre el porcentaje de utilidades a repartir en cada periodo, existe el riesgo en términos contables de que las filiales, a pesar de efectivamente exhibir flujos de caja, no generen utilidad, lo que dificultaría el acceso a dichos recursos (sin desconocer que existen alternativas para el traspaso de fondos).

**Riesgo país de la operación en el extranjero:** Aunque el modelo de negocios que hay en Chile es replicable en términos comerciales en Perú, el entorno económico y político actual en este país es diferente al chileno, lo que agrega mayor incertidumbre a la rentabilidad de las inversiones. Se ha asignado "Categoría A1" y "Categoría A3" (en otros casos BBB+) a los bonos de los gobiernos de Chile y Perú, respectivamente. Es decir, hay una diferencia en las

categorías entre ambas clasificaciones, lo cual eleva el riesgo que asume **Ripley Corp** al incursionar en un país más riesgoso que Chile.

**Exposición cambiaria:** Parte importante de las compras de las filiales de *retail* son adquiridas de proveedores de países extranjeros en dólares, lo que hace sensible a dichas empresas a las fluctuaciones en las paridades cambiarias. Del mismo modo, este riesgo se presenta al repatriar en forma de dividendos las utilidades de la empresa en Perú, las cuales se encuentran en moneda local. Cabe mencionar, que actualmente este riesgo se encuentra controlado, según lo informado por el emisor, mediante contratos *forward*. No obstante, este tipo de políticas son susceptibles de variar en el tiempo.

**Contratos de arriendo:** Un porcentaje significativo de los locales de venta son arrendados a terceros (sólo el 23% de las tiendas en Chile son propias de un total de 47, en Perú la emisora es dueña del 18% de las tiendas de un total de 28). Sin embargo, esto se ve atenuado debido a que en todos ellos se mantienen contratos de largo plazo y que la compañía posee participación en trece malls entre Chile y Perú. En contraposición y en una perspectiva de largo plazo, esta situación podría dar mayor flexibilidad a la empresa si en el futuro se consolida una disminución de las ventas presenciales.

## Antecedentes generales

### Historia y propiedad

Si bien **Ripley Corp** se constituyó como sociedad *holding* en diciembre de 2004, sus filiales operativas, tanto en el ámbito del *retail* como del negocio financiero, presentan una antigüedad superior, que en el caso de la venta al detalle sobrepasa los 50 años.

Actualmente, la emisora, por medio de sus filiales operativas, opera en Chile y Perú en el negocio *retail* a través de sus tiendas por departamento, en el negocio inmobiliario mediante la participación en centros comerciales y en el negocio financiero por medio de su negocio de tarjetas y de los Bancos Ripley.

El controlador de la sociedad es la familia Calderón Volochinsky, a través de Inversiones R Matriz Limitada, Inversiones Familiares Sociedad Colectiva Civil e International Funds S.A. quienes poseen el 50,00% de la propiedad.

## Composición de los flujos

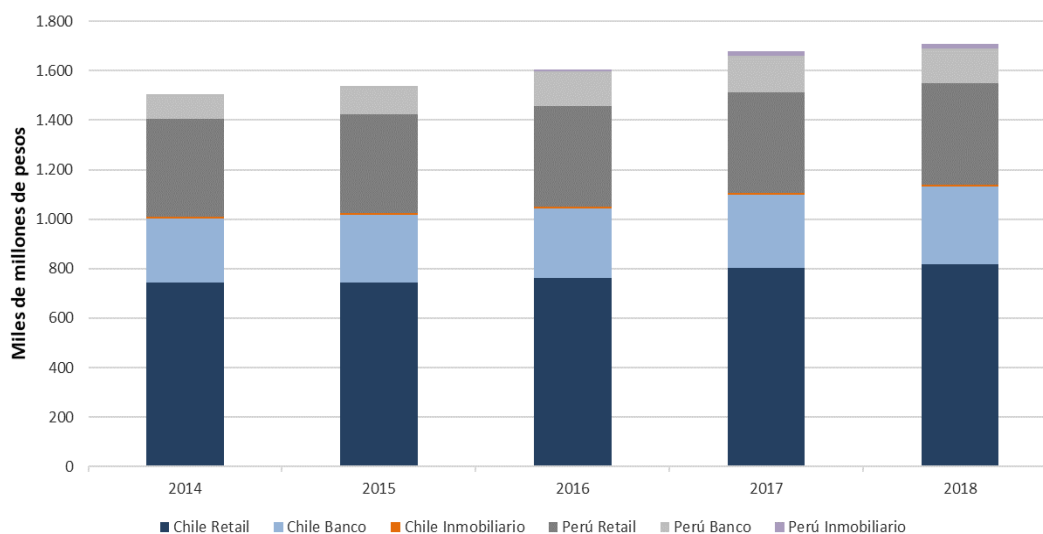
La estructura de flujos de **Ripley Chile** se desglosa en tres líneas de negocios: segmento *retail*, segmento financiero y segmento inmobiliario. Cada uno de estos segmentos se desarrolla en Chile y Perú.

La división de los estados financieros en sus tres segmentos operativos, según NIIF 8, muestra que en términos de ingresos, sin considerar ajustes por consolidación, destaca la elevada importancia del segmento *retail*, representando a diciembre de 2018 un 71,8% del total de ingresos. El segmento financiero se posiciona como la segunda en importancia con una participación de un 26,7% a diciembre de 2018, en tanto, el segmento inmobiliario representa un 1,6%.

No obstante, en términos de EBITDA, destaca la importancia del negocio financiero representando a diciembre de 2018 un 69,3% del total, seguido por *retail* e inmobiliario con un 19,2% y 11,5%, respectivamente.

En las Ilustraciones 1 y 2 se muestra la composición y evolución del ingreso y EBITDA, respectivamente, por línea de negocio<sup>12</sup>.

Ilustración 1  
Estructura de ingresos por segmento  
2014 - 2018



<sup>12</sup> No considera oficinas centrales ni ajustes de consolidación.

Ilustración 2  
Estructura de EBITDA por segmento  
2014 - 2018

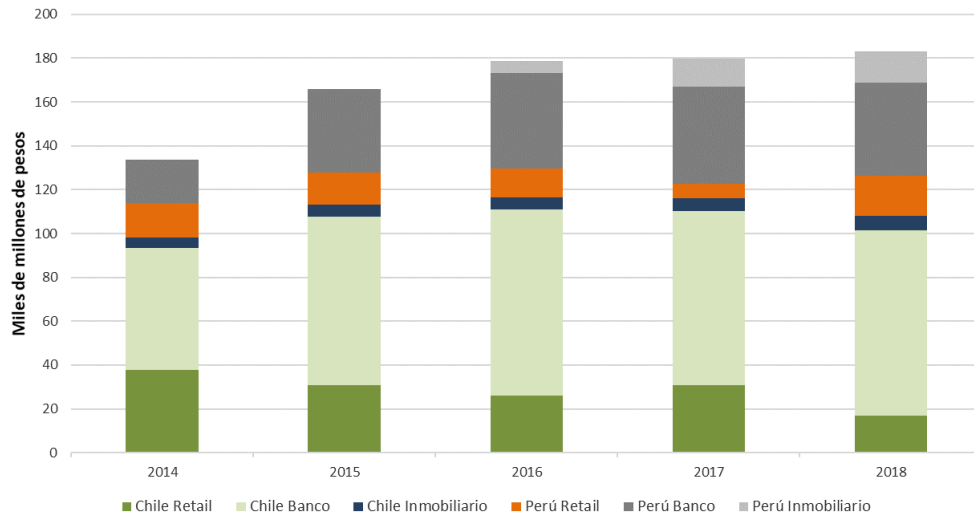
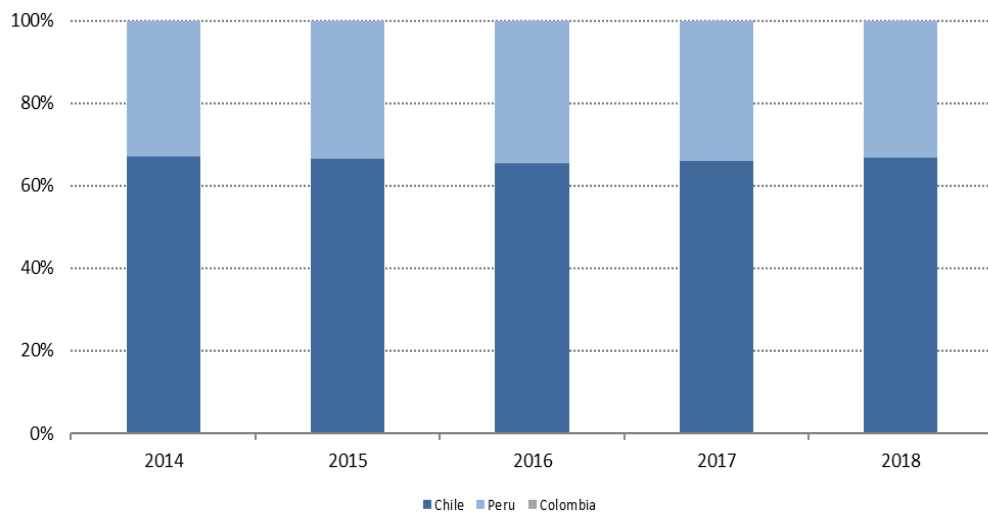


Ilustración 3  
Distribución Ingresos por país  
2014 - 2018



## Líneas de negocios

La operación de **Ripley Corp** se realiza a través de las compañías que dependen de las filiales Ripley Chile y Ripley Internacional (Perú).

## Ripley Chile S.A.

**Ripley Corp** posee el 99,99% de la propiedad de Ripley Chile, que a su vez controla directa o indirectamente las siguientes subsidiarias: Banco Ripley, Corredora de Seguros Ripley Limitada, Comercial Eccsa S.A., CAR S.A., Ripley Store SpA y otras sociedades inmobiliarias, comercializadoras y de crédito, dedicadas al negocio *retail*, banco e inmobiliario.

Aspectos relevantes en el éxito de las tiendas por departamento son: la ubicación y formato de las tiendas, la variedad de productos que ofrecen a los consumidores, el otorgamiento de crédito, una marca reconocida y bien posicionada, su capacidad logística y la fortaleza negociadora con la que se compra a los proveedores. En el futuro, se espere que aumenté la importancia de los canales *online*.

### Segmento *retail*

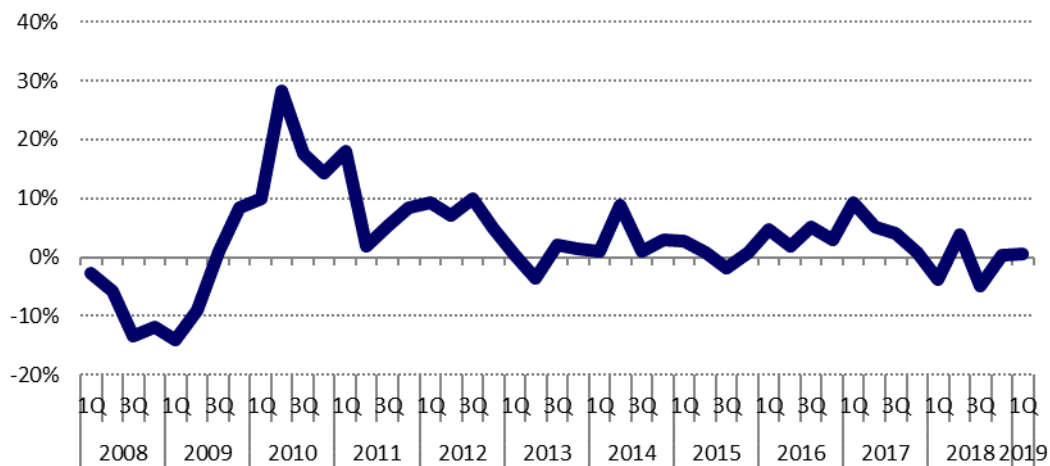
Opera las tiendas por departamento de la cadena. A la fecha, suma 47 puntos de venta activos (18 en Santiago y 29 en regiones), con una superficie total de ventas de 291.919 m<sup>2</sup>. Comercial Eccsa S.A. es la filial encargada de realizar las compras para las tiendas del *holding*.

La Ilustración 4 presenta la variación real en el *same store sales* (SSS)<sup>13</sup> en las tiendas por departamento de Ripley Chile. Se aprecia que en 2018 este indicador mostró un alza a durante el segundo trimestre del año para luego evidenciar una caída. A marzo de 2019 alcanza una variación positiva de 0,5%.

---

<sup>13</sup> Indicador que mide la variación de las ventas considerando sólo las tiendas comparables, esto es, excluyendo tanto las que se han abierto como las que se han cerrado en el último año.

Ilustración 4  
**Same Store Sales (%) Chile**  
 2008 - 1Q 2019

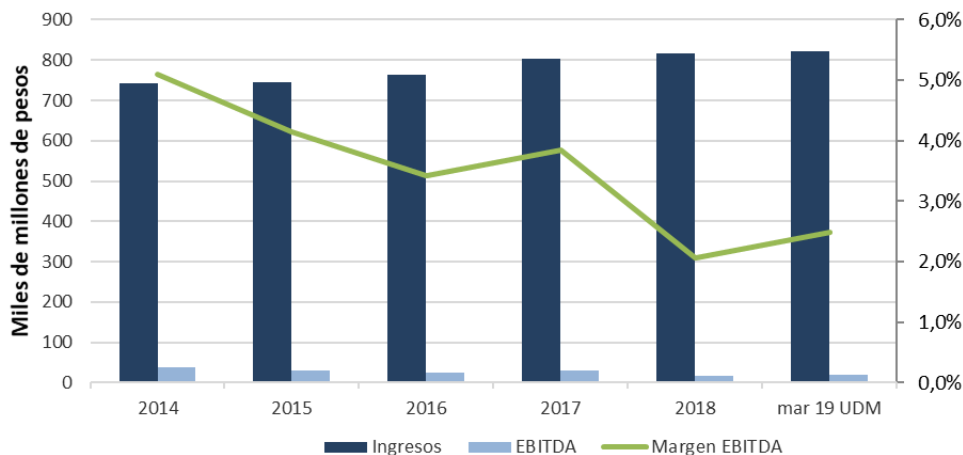


Con respecto a la composición de las ventas de Ripley Chile, se aprecia un patrón estacional, con un incremento de las ventas hacia el último trimestre del año, propio de los *retails*, además esta clasificadora tuvo acceso a la distribución por rubro de las ventas, constatándose que ninguno de ellos representa más de un 30% de las ventas totales.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Al año móvil a marzo de 2019, el segmento *retail* en Chile representa aproximadamente 47,3% de los ingresos totales de **Ripley Corp**, generando \$ 821.934 millones; no obstante; el EBITDA de este segmento genera \$ 20.411 millones presentando un 10,4% del total. En cuanto al margen EBITDA, este muestra una tendencia a la baja alcanzando al año móvil a marzo de 2019 un 2,5%.

Ilustración 5  
Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA Retail  
2014 - 1Q 2019



## Segmento financiero

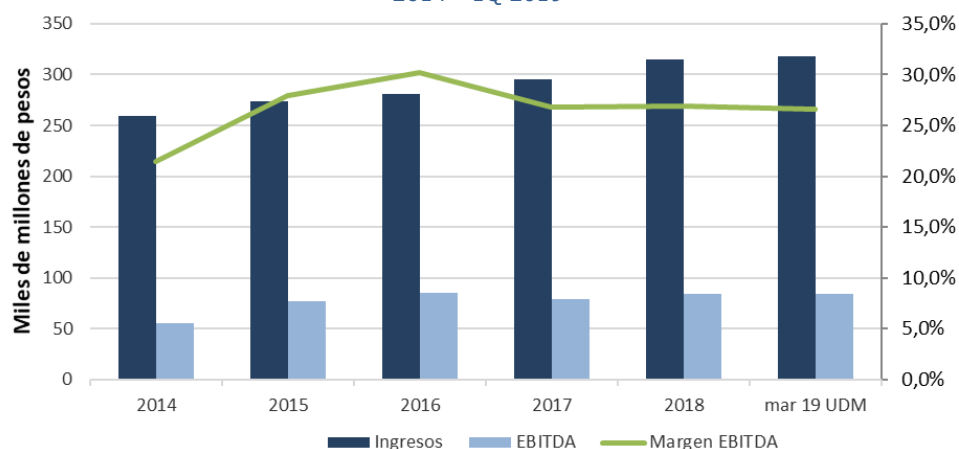
Banco Ripley comenzó sus operaciones en mayo de 2002, definiéndose como un banco orientado principalmente a las personas de ingresos medios, a la entrega de créditos de consumo y otros servicios financieros. Los productos que ofrece Banco Ripley a sus clientes son principalmente créditos de consumo y depósitos a plazo, sin embargo, se debe tener presente la ampliación de la oferta de productos en los últimos años.

El Banco Ripley tiene una participación mayoritaria en Car S.A., emisora de la Tarjeta Ripley y encargada de administrar la cartera de clientes. Su principal activo está constituido por las cuentas por cobrar a los deudores (usuarios de la tarjeta), los cuales se financian con las captaciones de Banco Ripley.

## Evolución de los ingresos y EBITDA

Al año móvil a marzo de 2019, el segmento financiero en Chile representa aproximadamente 18,3% de los ingresos totales de **Ripley Corp**, generando \$ 317.562 millones; no obstante; el EBITDA de este segmento genera \$ 84.412 millones presentando un 43,1% del total. En cuanto al margen EBITDA, este muestra una tendencia estable en los últimos años alcanzando al año móvil a marzo de 2019 un 26,6%.

Ilustración 6  
Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA Financiero  
2014 - 1Q 2019



## Segmento inmobiliario

La compañía posee inversiones en el sector inmobiliario. A continuación, se presenta un resumen de los *malls* en los cuales posee participación **Ripley Chile** a diciembre de 2018.

Mall	Superficie arrendable (m2)	Empresa propietaria	% propiedad de Ripley Chile	Apertura
Marina Arauco	82.600	Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A.	50,0% <sup>14</sup>	1999
Mall del Centro de Curicó	52.800	Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A.	50,0% <sup>15</sup>	2006
Mall Plaza Alameda	60.600	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2008
Mall Plaza Sur	77.800	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2008
Mall Plaza Mirador Bío Bío	44.900	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2012
Mall Concepción	36.800	Ripley Chile	100,0%	2012
Mall Las Américas	24.400	Nuevos Desarrollos S.A.	21,0%	2013
Mall Plaza Egaña	94.400	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2013
Mall Plaza Copiapó	46.100	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2014
Mall Plaza Los Dominicos	94.900	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2017
Mall Plaza Arica	33.400	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2018

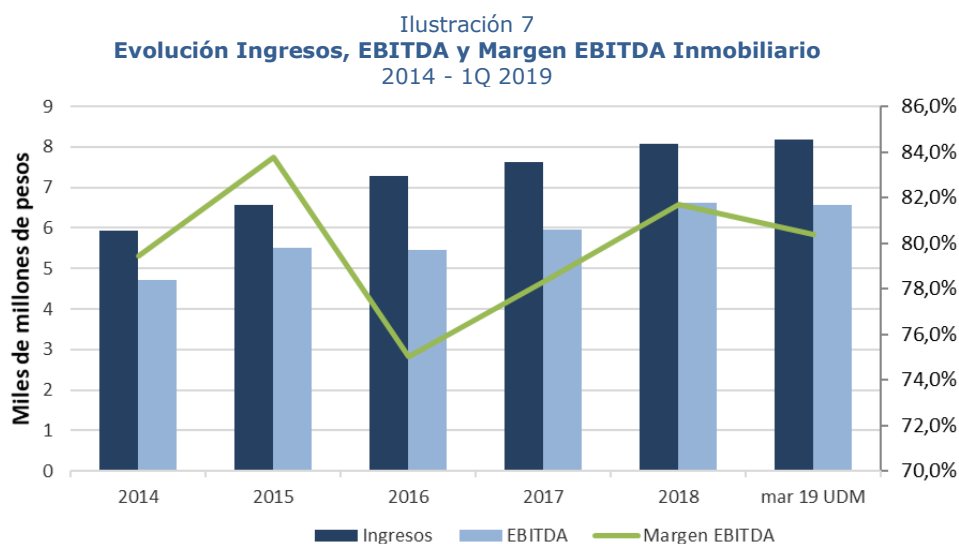
<sup>14</sup> Comparte la propiedad con Parque Arauco.

<sup>15</sup> Comparte la propiedad con Parque Arauco.

Cabe señalar, que actualmente **Ripley Chile** posee participación en el negocio inmobiliario, siendo socio minoritario de Nuevos Desarrollos S.A. con un 22,5% de la propiedad, teniendo, además, 50% propiedad de Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. y propietario del 100% de Mall Concepción.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Al año móvil a marzo de 2019, el segmento inmobiliario en Chile representa aproximadamente 0,5% de los ingresos totales de **Ripley Corp**, generando \$ 8.173 millones, en tanto, el EBITDA de este segmento genera \$ 6.569 millones presentando un 3,4% del total. En cuanto al margen EBITDA, este alcanza, al año móvil a marzo de 2019, un 80,4%.



### Ripley Internacional S.A.

**Ripley Corp** es propietaria del 99,95% de la sociedad Ripley Internacional S.A. que, a su vez, controla de forma directa a las sociedades Inversiones Ripley Perú Limitada e Inversiones en Tiendas por Departamento Ltda. y las subsidiarias indirectas Tiendas por Departamento Ripley S.A., y Banco Ripley Perú S.A., sociedades dedicadas al negocio del *retail* y bancario en Perú, respectivamente, así como Mall Aventura.

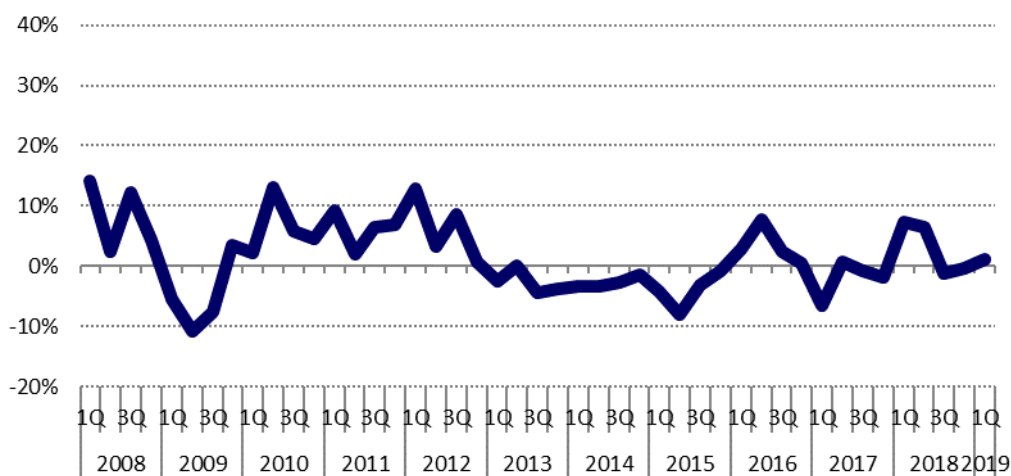
### Segmento *retail*

En Perú, Ripley cuenta con 28 tiendas por departamento de formato similar a las que operan en Chile, 16 de ellas ubicadas en Lima, con un total de superficie de ventas de casi 184 mil m<sup>2</sup>. Ripley posee un fuerte posicionamiento de marca en el mercado peruano de tiendas por

departamento, mientras que el resto del mercado es servido principalmente por Saga Falabella, así como por Paris y Oeschle.

La Ilustración 8 muestra la variación nominal en el *same store sales* (SSS)<sup>16</sup> en las tiendas por departamento de Ripley Perú (medida en soles peruanos). Se aprecia que, en 2018, este indicador presentó un comportamiento bastante volátil, evidenciando al término del año una baja donde alcanza valores negativos, sin embargo, hacia el primer trimestre de 2019, se observa una recuperación llegando a niveles del 1,1%.

Ilustración 8  
Same Store Sales (%) Perú  
2008 - 1Q 2019

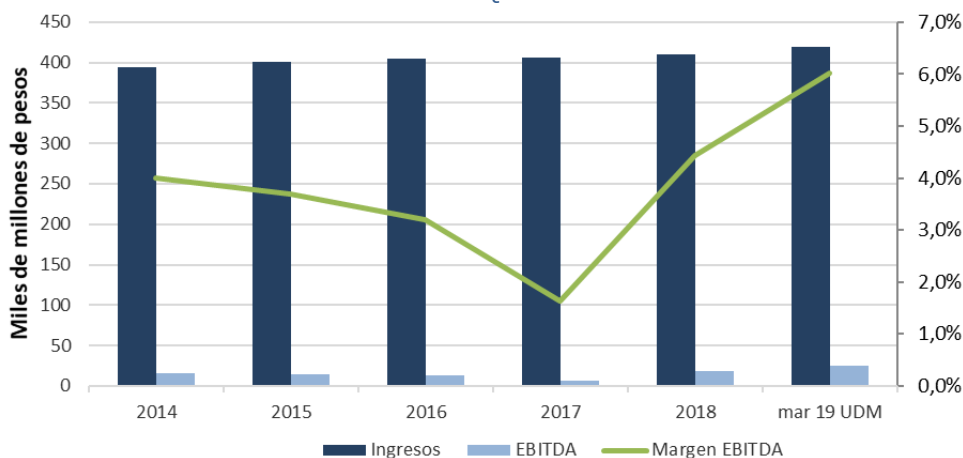


### Evolución de los ingresos y EBITDA

Al año móvil a marzo de 2019, el segmento *retail* en Perú representa aproximadamente 24,2% de los ingresos totales de **Ripley Corp**, generando \$ 419.928 millones; no obstante; el EBITDA de este segmento genera \$ 25.258 millones presentando un 12,9% del total. En cuanto al margen EBITDA, este muestra un alza en 2018 y el año móvil a marzo de 2019 alcanzando un 6,0%.

<sup>16</sup> Indicador que mide la variación de las ventas considerando sólo las tiendas comparables, esto es, excluyendo tanto las que se han abierto como las que se han cerrado en el último año.

Ilustración 9  
Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA Retail  
2014 - 1Q 2019



## Área financiera

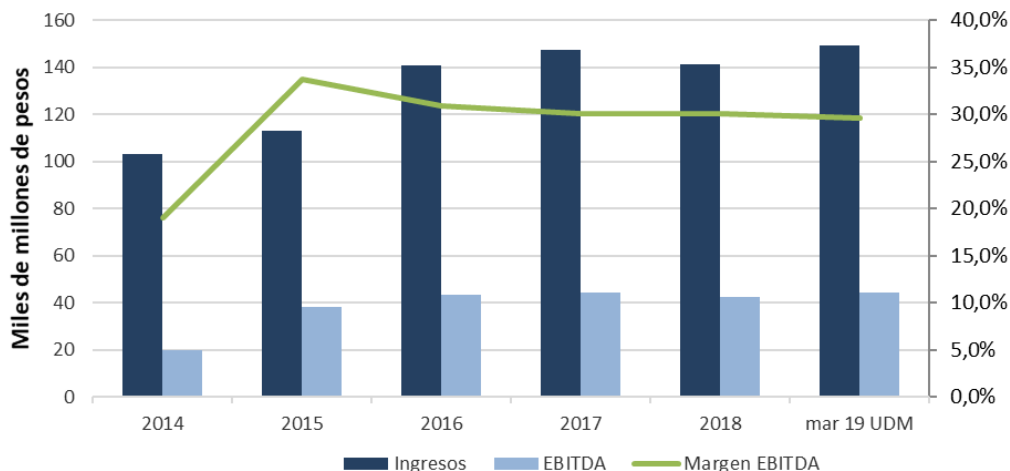
Banco Ripley Perú es una filial en la que **Ripley Corp** tiene una participación indirecta de un 100% y es quien emite la Tarjeta Ripley en Perú.

Banco Ripley Perú opera la Tarjeta Ripley Clásica, cuyo objetivo es financiar las compras en las tiendas Ripley y en establecimientos afiliados a lo largo del país, y permite a los clientes acceder a préstamos en efectivo y estar afiliados a más de 70 mil establecimientos a nivel nacional.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Al año móvil a marzo de 2019, el segmento financiero en Perú representa aproximadamente 8,6% de los ingresos totales de **Ripley Corp**, generando \$ 149.229 millones; no obstante; el EBITDA de este segmento genera \$ 44.113 millones presentando un 22,5% del total. En cuanto al margen EBITDA, este muestra una tendencia estable en los últimos años alcanzando al año móvil a marzo de 2019 un 29,6%.

Ilustración 10  
Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA Financiero  
2014 - 1Q 2019



## Área inmobiliaria

En Perú, hasta junio de 2016, participaba en el área inmobiliaria a través de la sociedad Aventura Plaza S.A., compartiendo la propiedad con Falabella S.A.C.I. (cada una con un 40%). Esta alianza estratégica poseía cuatro centros comerciales en funcionamiento.

El 6 de julio de 2016, se procedió a la división de Aventura Plaza S.A., y **Ripley Corp** quedó en poder de dos de los centros comerciales de dicha sociedad, pasando a ser propietaria exclusiva de los mismos, a través de la filial Mall Aventura S.A. Dado ello, **Ripley Corp** comenzó a consolidar desde el tercer trimestre de 2016 los resultados y balances de esta nueva filial.

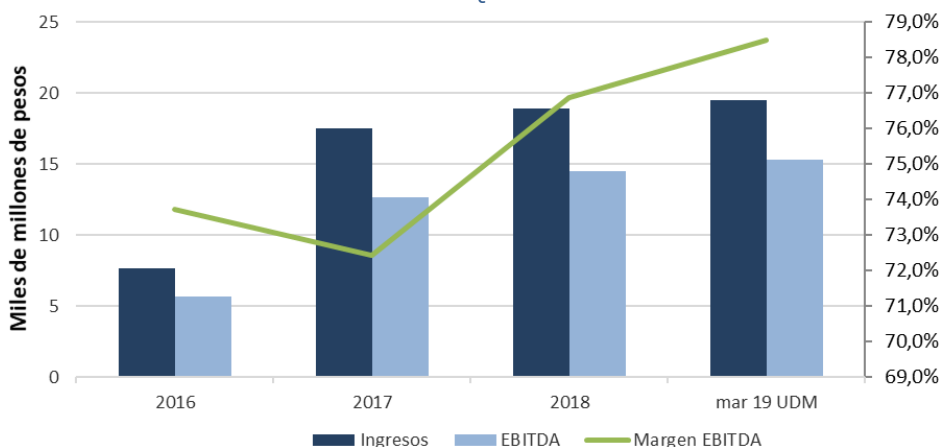
A continuación, se presenta un resumen de los malls de los cuales es propietaria Mall Aventura:

Mall	Superficie arrendable (m2)	Apertura
Aventura Plaza Arequipa	71.400	2010
Aventura Plaza Santa Anita	57.300	2012

## Evolución de los ingresos y EBITDA

Al año móvil a marzo de 2019, el segmento inmobiliario en Perú representa aproximadamente 1,1% de los ingresos totales de **Ripley Corp**, generando \$ 19.463 millones, en tanto, el EBITDA de este segmento genera \$ 15.276 millones presentando un 7,8% del total. En cuanto al margen EBITDA, este alcanza, al año móvil a marzo de 2019, un 78,5%.

Ilustración 11  
Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA Inmobiliario  
2014 - 1Q 2019



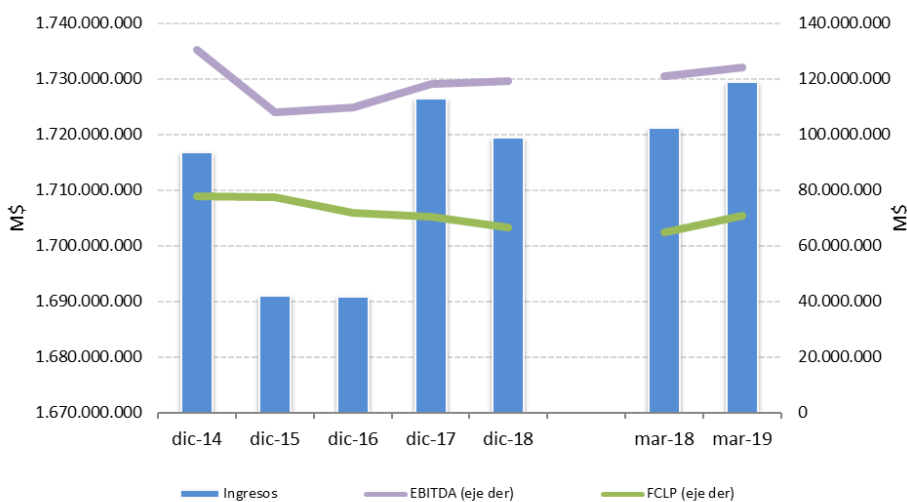
## Análisis financiero<sup>17</sup>

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos consolidados de **Ripley Corp** se han situado en un nivel de \$1.729 mil millones durante el año móvil finalizado en marzo de 2019, registrando un aumento real de 0,5% respecto del mismo período del año anterior. EL EBITDA consolidado alcanzó \$ 124.182 millones, lo que significa un alza de 2,7% respecto del año móvil terminado en marzo de 2018, representando un 7,2% de los ingresos exhibidos por la emisora en el año móvil a marzo de 2019.

<sup>17</sup> La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a marzo de 2019.

Ilustración 12  
Ingresos, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>18</sup> (M\$)  
2014 - 1Q 2019



## Evolución del endeudamiento<sup>19</sup>

La razón de endeudamiento relativo  $DF^{20}/FCLP$  muestra una tendencia al alza en los últimos años, alcanzando a marzo de 2019 valores alrededor de 22,7 veces. Por su parte, el indicador  $DF/EBITDA$  supera ya las trece veces.

Cabe señalar, que el incremento paulatino de los pasivos financieros de los últimos años sería consecuencia del mayor apalancamiento financiero que exhibe la subsidiaria Banco Ripley para financiar las operaciones de las tarjetas de crédito. Si se ajusta el indicador para eliminar el efecto del negocio bancario (donde los pasivos se cubren con las colocaciones de la entidad, toda vez que las cuentas por cobrar superaban, a marzo de 2019, en 1,03 veces los pasivos financieros de este segmento, beneficiándose además por el diferencial de tasas de interés), el *ratio*  $DF/FCLP$  ajustado y que sería más adecuado para la estructura del *holding* se reduce a 3,6 veces a marzo de 2019, inferior a lo registrado en el mismo periodo del año anterior donde alcanzaba las 3,8 veces.

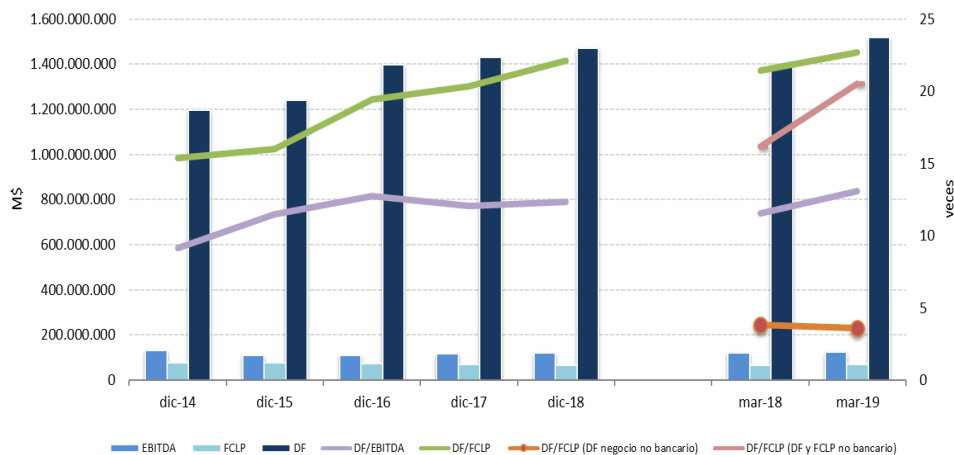
<sup>18</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

<sup>19</sup> Para efectos de comparación no se considera el cambio de la NIIF 16 por arrendamientos.

<sup>20</sup> Hasta 2014 la deuda financiera incluye cuentas por pagar a empresas relacionadas afectas a tasa de interés, pagadas el 2015.

Del mismo modo, si además de no contabilizar la deuda bancaria en el cálculo del indicador, se descuenta del flujo de caja de largo plazo, los flujos provenientes del negocio bancario el indicador presenta niveles de alrededor de las 20,5 veces (Ilustración 13).

Ilustración 13  
Deuda Financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo  
2014 – 1Q 2019

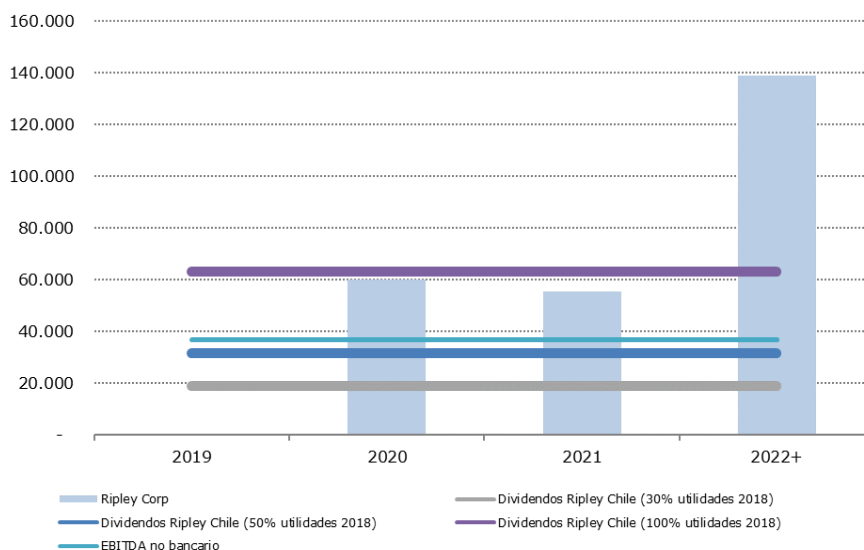


Sin perjuicio de lo anterior, debe considerarse que las filiales están capacitadas para responder a sus deudas directas; bajo este contexto, el pasivo financiero de **Ripley Corp** se paga con los dividendos de las filiales o, en su defecto, con el uso de cuentas corrientes mercantiles u otros métodos alternativos.

## Perfil de vencimientos

La Ilustración 14 muestra el perfil de vencimientos del segmento no bancario de **Ripley Corp** a diciembre de 2018, contrastado con el nivel de dividendos estimados de la filial Ripley Chile. Se aprecia que la compañía presenta cierto descalce en 2020 y 2021, pero susceptibles de refinanciarse, en particular por la elevada holgura entre el valor de mercado estimado para sus activos productivos y el saldo insoluto de su deuda financiera.

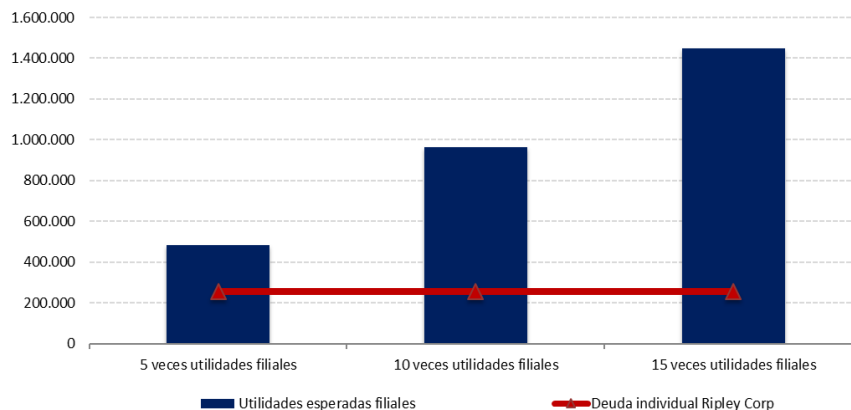
Ilustración 14  
**Perfil de vencimientos segmento no bancario Ripley Corp**  
 (millones de pesos)



## Relación deuda individual matriz y utilidades filiales

Dado el carácter de holding de **Ripley Corp**, es importante contrastar el valor económico estimado de sus activos con el valor de su deuda financiera individual. Para efectos de visualizar el valor económico, se utilizan diferente “múltiplos de utilidad” que reflejan escenarios disimiles, desde altamente pesimistas a otros muy optimistas (Ilustración 15).

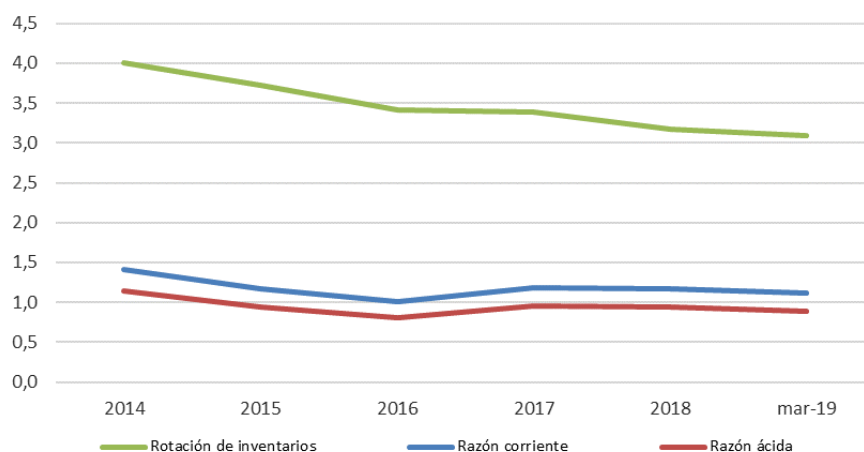
Ilustración 15  
**Valor económico estimado**



## Evolución de la liquidez y rotación de inventarios<sup>21</sup>

La liquidez de la compañía ha mostrado niveles aceptables en los últimos años, manteniéndose por sobre el nivel uno, lo que se debe a la alta proporción de cuentas por cobrar entre sus activos corrientes. La razón corriente se ha situado en marzo de 2019 en un nivel de 1,1 veces, mientras que la rotación de inventarios se ubica entre 3,1 y 4,0 veces, donde a marzo de 2019 alcanza las 3,1 veces (ver Ilustración 16).

Ilustración 16  
Indicadores de liquidez  
2014 - 1Q 2019



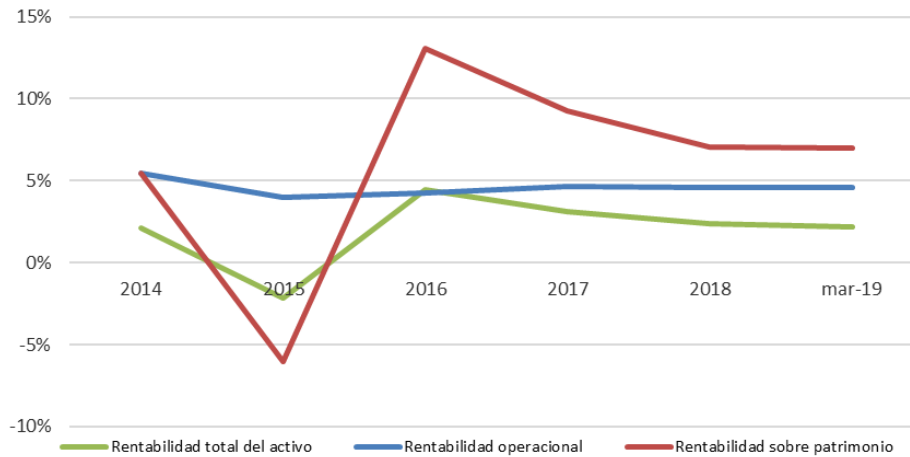
## Rentabilidad<sup>22</sup>

Los indicadores de rentabilidad, entre 2014 y 2015, mostraron una baja, incluso alcanzando valores negativos. Lo anterior, según lo señalado por la administración, responde a que los mejores resultados obtenidos tanto en Chile como en Perú, se vieron morigerados por el incremento en las pérdidas de las operaciones en Colombia, a la fecha discontinuadas. Luego, a 2016, las rentabilidades muestran una fuerte recuperación, las cuales tienden a disminuir en los siguientes periodos, sin embargo, exhiben mayor estabilidad en los últimos tres años (ver Ilustración 17).

<sup>21</sup> Rotación de inventarios = costo de ventas / inventarios promedio (no bancario);  
Razón corriente = activos corrientes / pasivos corrientes;  
Razón ácida = (activos corrientes - existencias) / pasivos corrientes.

<sup>22</sup> Las rentabilidades han sido calculadas con flujos móviles.  
Rentabilidad sobre patrimonio = Utilidad del Ejercicio / (Patrimonio Promedio);  
Rentabilidad operacional = Resultado Operacional / (Activos corrientes Promedio + Propiedades, plata y equipos promedio) (no bancario);  
Rentabilidad total del activo = Utilidad / (Activos Promedio).

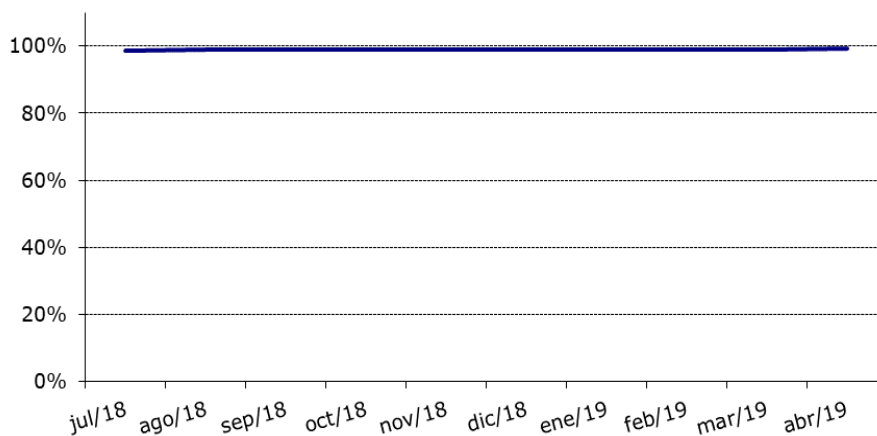
Ilustración 17  
**Indicadores de rentabilidad (%)**  
 2014 - Marzo 2019



## Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio. Es importante destacar que la presencia mensual de la acción alcanzó, a marzo de 2019, un promedio mensual de 98,0% (últimos doce meses)<sup>23</sup>.

Ilustración 18  
**Presencia Promedio (%)**  
 (doce meses)



<sup>23</sup> Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

## Características de las emisiones vigentes

Actualmente, **Ripley Corp** posee los siguientes *covenants* financieros:

Covenants líneas de bonos		
	Límite	Marzo 2019
Porcentaje de los ingresos provenientes de las áreas de negocios de venta al detalle y/o administración de centros comerciales y/o evaluación, otorgamiento y administración de créditos	A lo menos 70%	Cumple
Pasivo exigible (excluyendo los pasivos del negocio bancario)/ Patrimonio	No superior a 1,5 veces	0,74

## Principales ratios financieros

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2015	2016	2017	2018	2019.T1
Liquidez (veces)	1,66	1,66	1,65	1,66	1,66
Razón Circulante (Veces)	1,17	1,00	1,18	1,17	1,12
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,17	1,00	1,18	1,17	1,11
Razón Ácida (veces)	0,94	0,81	0,96	0,94	0,89
Rotación de Inventarios (veces)	4,25	4,15	4,13	3,88	3,84
Promedio Días de Inventarios (días)	85,82	88,03	88,38	94,04	95,12
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	2,43	2,29	2,22	2,09	2,10
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	150,40	159,64	164,29	174,67	174,03
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,09	2,85	3,08	2,91	3,58
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	118,20	128,09	118,61	125,24	101,95
Diferencia de Días (días)	-32,20	-31,55	-45,68	-49,43	-72,08
Ciclo Económico (días)	-118,03	-119,58	-134,06	-143,46	-167,19
Ratios de endeudamiento	2015	2016	2017	2018	2019.T1
Endeudamiento (veces)	0,65	0,67	0,66	0,66	0,71
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,84	2,00	1,94	1,94	2,49
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,96	2,63	1,66	1,75	1,28
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	11,48	12,75	12,08	12,35	14,94
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,09	0,08	0,08	0,08	0,07
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	0,74	0,74	0,76	0,75	0,78
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00	0,03	0,02	0,02	0,10

Veces que se gana el Interés (veces)	2,74	4,48	4,48	4,21	3,56
<b>Ratios de rentabilidad</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019.T1</b>
Margen Bruto (%)	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37
Margen Neto (%)	-0,03	0,07	0,05	0,04	0,04
Rotación del Activo (%)	0,66	0,60	0,60	0,58	0,52
Rentabilidad Total del Activo (%) *	-0,02	0,04	0,03	0,02	0,02
Rentabilidad Total del Activo (%)	-0,02	0,04	0,03	0,02	0,02
Inversión de Capital (%)	0,31	0,30	0,27	0,26	0,25
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	9,13	339,18	8,03	8,08	11,10
Rentabilidad Operacional (%)	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-0,06	0,13	0,09	0,07	0,07
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	0,60	0,60	0,61	0,60	0,60
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	0,33	0,33	0,32	0,32	0,32
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07

*"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."*