



Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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

Ripley Chile S.A.

Agosto 2017

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
Línea de bonos y bonos	AA-
Tendencia	Estable
Estados financieros	30 de junio de 2017 ¹
Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos	Nº 543 de 07.08.2008
Serie E (BRPLY-E)	Tercera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
Miles de pesos de cada año	2012	2013	2014	2015	2016	Ene-Jun 2017
Ingresos totales	830.915.266	918.718.557	1.006.346.718	1.021.795.765	1.049.094.214	522.969.964
Costo de ventas ²	-529.710.922	-557.768.318	-618.292.431	-641.458.083	-653.049.837	-327.244.095
Gastos de distribución y administración	-263.674.973	-305.046.633	-331.040.735	-341.808.684	-353.460.495	-172.863.032
Resultado operacional	37.529.371	55.903.606	57.013.552	38.528.998	42.583.882	22.862.837
Costos financieros	-14.904.308	-14.476.400	-8.768.088	-3.675.578	-3.154.400	-3.163.205
Utilidad del ejercicio	26.254.120	50.661.073	57.304.580	34.324.829	44.862.930	25.478.942
EBITDA ³	58.637.659	79.902.803	82.703.010	94.180.124	96.245.601	48.051.794

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de marzo de 2017. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de junio de 2017 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² Los gastos financieros asociados a las filiales bancarias son contabilizadas como un costo operacional.

³ Emisor informa 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-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	Jun-17
Activos corrientes	599.281.557	642.124.001	777.008.371	754.938.358	784.063.002	753.379.611
Activos no corrientes	712.559.522	750.014.531	768.612.282	807.631.311	896.502.144	878.456.847
Total activos	1.311.841.079	1.392.138.532	1.545.620.653	1.562.569.669	1.680.565.146	1.631.836.458
Pasivos corrientes	269.843.523	439.266.238	476.802.184	579.327.556	687.446.628	679.973.816
Pasivos no corrientes	441.974.640	311.145.712	384.414.772	274.677.675	241.433.247	202.241.856
Total pasivos	711.818.163	750.411.950	861.216.956	854.005.231	928.879.875	882.215.672
Patrimonio	600.022.916	641.726.582	684.403.697	751.685.271	751.685.271	749.296.535
Total pasivos y patrimonio	1.311.841.079	1.392.138.532	1.545.620.653	1.680.565.146	1.680.565.146	1.631.836.458
Deuda financiera ⁴	499.895.348	517.220.513	641.981.337	622.961.259	662.314.090	656.436.512

⁴ Hasta 2014 incluye cuentas por pagar a empresas relacionadas afectas a tasa de interés, pagadas durante 2015.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Ripley Chile S.A. (Ripley Chile) es la matriz de un grupo de empresas orientadas a la actividad comercial, la que desarrolla a través de tres áreas: *retail* (tiendas por departamentos), financiero (inicialmente para apoyar las ventas a crédito de sus tiendas) e inmobiliario (participación en la propiedad de centros comerciales).

Durante el ejercicio 2016, la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 1.567 millones y un EBITDA de US\$ 144 millones. Mientras, al 31 de marzo de 2017 su deuda financiera, incluyendo la deuda de las filiales bancarias, alcanza US\$ 995 millones.

La clasificación ha sido asignada considerando que la relación entre deuda financiera y Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁵ del negocio no bancario alcanza un nivel igual a 1,0 vez a marzo de 2017.

Las principales fortalezas de **Ripley Chile**, que sirven como fundamento para la calificación de sus títulos de deuda en "Categoría AA-", dicen relación con la fuerte posición de mercado que ostenta la empresa dentro de su rubro; el elevado reconocimiento de la marca comercial "Ripley" en Chile y una cartera de clientes atomizada, que diversifica el riesgo por los préstamos otorgados por la filial bancaria y facilita el comportamiento estadísticamente normal de su cartera de deudores. Asimismo, se valora la metodología de asignación de líneas de crédito a sus clientes (más allá de eventuales aumentos transitorios en la morosidad) y su política de provisión de las cuentas por cobrar que busca reconocer anticipadamente las pérdidas esperadas de la cartera crediticia.

La incorporación del Banco Ripley a fines de 2013 es otro elemento favorable del análisis. La medida ha permitido que el negocio financiero sea sujeto a las regulaciones bancarias establecidas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), favoreciendo los estándares en cuanto a los distintos procesos inherentes a este tipo de actividad y las prácticas de control ejercidas por la entidad.

⁵ 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.

La clasificación toma en cuenta que en años de contracción económica la empresa ha sido capaz de modificar la política de asignación de crédito, tornándolo más restrictivo, pero a la vez ha continuado recaudando los pagos por la cartera ya existente, obteniendo de esa manera los recursos necesarios para enfrentar sus compromisos financieros.

En términos contingentes, la evaluación valora el plan de eficiencia en gastos, que ha venido ejecutando la empresa, lo que incluye un cambio en el modelo de atención al público en tiendas que implicó inicialmente gastos en capacitación y duplicación de personal, no obstante, este cambio se ha traducido actualmente en mejores márgenes operacionales, aunque se advierte que tales resultados deben validarse en el tiempo.

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda son la adecuada cobertura geográfica de ventas con un total de 43 tiendas y la amplia red de proveedores en el negocio de *retail* junto con la existencia de abastecedores alternativos.

Adicionalmente, se considera como un aspecto positivo el aporte del segmento inmobiliario, aportando mayor diversificación en los ingresos de **Ripley Chile**.

Es importante agregar que para la asignación de la categoría de riesgo se ha tenido en cuenta el holgado perfil de pago de deuda que posee la compañía, en comparación con el EBITDA generado por el segmento no bancario, lo cual implica que el máximo vencimiento anual de la deuda no bancaria representa alrededor del 7,6% del EBITDA no bancario del año 2016.

Desde otra perspectiva, el análisis se encuentra limitado fundamentalmente por la intensificación de la competencia directa e indirecta (representada por conglomerados de mayor tamaño que el emisor, tanto en la venta de bienes como en el otorgamiento de créditos) y los efectos de los períodos de desaceleración económica sobre las ventas y la cartera de crédito, que se pueden ver afectados en el consumo, particularmente por el tipo de bienes que conforman su oferta (durables y vestuario).

Por otra parte, en opinión de la clasificadora, las condiciones imperantes en la industria generan la necesidad de crecimiento en las empresas del sector con el objeto de no perder participación de mercado y aprovechar de mejor forma las economías de escala, situación que debiera implicar mayores necesidades de financiamiento. Dentro de este contexto, se debe considerar que la empresa debe allegar recursos a su matriz (*Holding*) para que ésta responda a sus obligaciones financieras.

Otros factores de riesgo son la alta proporción de arriendos de los puntos de venta (aproximadamente un 74% de las tiendas en Chile son arrendadas), una eventual caída abrupta en las ventas de locales específicos, los vaivenes del negocio financiero (crediticio, de mercado y operativo) y la exposición al tipo de cambio, debido a la relevancia de las importaciones de productos.

Finalmente, la categoría de riesgo considera los riesgos asociados a su filial bancaria, negocio altamente regulado, lo que incide en los márgenes de la operación. Las principales restricciones son normativas y afectan el máximo interés a cobrar y podrían elevar exigencias patrimoniales (Basilea III), sin embargo, se reconoce la holgura de la compañía en estos términos.

La tendencia de clasificación se califica "*Estable*", por cuanto en el mediano plazo, en opinión de **Humphreys**, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

A futuro, la clasificación de los bonos podría mejorar en la medida que las condiciones imperantes en el mercado reduzcan la necesidad de crecimiento de la empresa y ésta aumente su escala absoluta y relativa.

Del mismo modo, para la mantención de la clasificación es necesario que la empresa lleve a cabo una estrategia de crecimiento que implique niveles de generación de flujos acorde con los nuevos riesgos que vaya asumiendo.

Resumen fundamentos de la clasificación

Fortalezas centrales

- Larga trayectoria de su modelo central de negocio.

Fortalezas complementarias

- Fuerte posicionamiento de mercado y de marca.
- Negocio crediticio atomizado y con adecuado apalancamiento financiero.
- Supervisión especializada de la SBIF al segmento financiero.

Fortalezas de apoyo

- Amplia cobertura de puntos de ventas.
- Adecuada capacidad de abastecimiento.

Riesgos considerados

- Presión al crecimiento y, por ende, a la necesidad de financiar el capital de trabajo (atenuado por la experiencia ante distintos escenarios sectoriales y económicos).
- Fuerte competencia al interior de la industria (atenuado por su importancia relativa dentro del sector).
- Sensibilidad a ciclos recesivos (impacto fuerte en resultados, pero susceptible de administrar).
- Debilitamientos de puntos de ventas (atenuado por número de locales).
- Riesgo crediticio y cambiario (posible de ser administrado).
- Mayor nivel de riesgo por operación bancaria (riesgo administrable y acotado por supervisión).

Hechos recientes

Resultados 2016

El año pasado los ingresos de **Ripley Chile** llegaron a \$ 1.049.094 millones, con un incremento de 2,7% respecto de 2015, explicado principalmente por mayores ventas a tiendas iguales (SSS) y a un aumento en los ingresos del negocio bancario de 2,5%. El costo de ventas del período, por su parte, aumentó en 1,8% (a \$ 653.050 millones), lo que significó un alza del margen bruto de 4,1%, pasando de representar un 37,2% en 2015 a un 37,8% en 2016 de los ingresos.

El total de costos de distribución y gastos de administración alcanzó a \$ 353.460 millones, con un incremento de 3,4%. De esta manera, el resultado operacional de 2016 alcanzó \$ 42.584 millones, lo que significó un incremento de 10,5% respecto de lo registrado en 2015, explicado por el mejor desempeño del segmento bancario. Como consecuencia, el EBITDA llegó a \$ 96.246 millones.

La empresa registró una ganancia de \$ 44.863 millones en 2016 alcanzando un aumento de 30,7% respecto del guarismo exhibido en 2015, debido a la positiva evolución operacional de la compañía y la revalorización de las propiedades de inversión a valor razonable.

Resultados primer trimestre 2017

Durante el primer trimestre de 2017 los ingresos totales se incrementaron en 8,7%, lo cual, en conjunto con una expansión de 9,0% en el costo de ventas, conllevó una mejora de 8,1% en el margen bruto, comparado con igual período de 2016.

Los costos de distribución y gastos de administración sumaron \$ 84.348 millones, lo que significó un incremento de 0,03% con respecto del primer trimestre del año pasado. De esta manera, el resultado operacional alcanzó \$ 9.966 millones, lo que significó un aumento de 237,0% respecto de lo registrado en igual fecha de 2016. Esta expansión obedeció a mayores ingresos y mejores márgenes, además de gastos de administración y ventas que se mantuvieron prácticamente constantes en comparación con igual periodo del año anterior como consecuencia del plan de eficiencia impulsado por la compañía. En la misma línea, el EBITDA llegó a \$ 22.322 millones, valor 36,2% superior a lo obtenido en igual periodo de 2016.

Debido a las razones expuestas anteriormente, la utilidad del período aumentó en un 151,1% respecto de los tres primeros meses de 2016.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"-" Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y fortalezas

Posición y reconocimiento de marca: Ripley es una de las tres principales tiendas por departamento de Chile, con aproximadamente un 20%⁶ de participación de mercado. Asimismo, la marca se encuentra fuertemente posicionada en el mercado y es ampliamente reconocida por los consumidores (en parte por los más de 50 años transcurridos desde la inauguración de la primera tienda Ripley), situación que es reforzada por una constante campaña publicitaria.

⁶ Considerando las ventas *retail* de las empresas con información pública (2016).

El mercado chileno, en términos de ventas, se caracteriza por la presencia de un claro líder, seguido por dos grandes tiendas por departamentos con similar participación (una de ellas Ripley) y un número no elevado de tiendas comerciales de menor tamaño, dentro de las que se incluyen pequeñas cadenas de provincias.

Amplia cartera de clientes: Las tarjetas de crédito emitidas por la sociedad le permiten acceder en forma directa a una amplia base de clientes. Asimismo, el crédito, servicios y promociones otorgados a través de ellas favorecen la fidelidad y permanencia de los consumidores. La existencia de más de 1,3 millones de tarjetas con saldo a diciembre de 2016 y deuda promedio de aproximadamente \$ 412 mil, reduce el riesgo crediticio al facilitar un comportamiento estadísticamente normal de la cartera de deudores. Además, la compañía cuenta con el seguimiento del comportamiento de pago de todos sus clientes, el que ha perfeccionado en los últimos períodos, permitiendo diseñar y ofrecer productos específicos y acotar el riesgo asociado a cada uno de ellos.

Creciente sofisticación del negocio financiero: La posibilidad de entregar servicios financieros de mayor sofisticación a la cartera que actualmente dispone de la tarjeta Ripley, constituye una oportunidad para la emisora, al fomentar el uso de este instrumento. A este segmento, se le puede ofrecer la tarjeta de crédito Mastercard bajo la modalidad de *revolving*.

Adecuada cobertura de ventas: La cantidad de locales comerciales con que cuenta **Ripley Chile** y su cobertura territorial disminuye, en términos comparativos, los efectos negativos de eventuales bajas en los niveles de actividad de determinados puntos de venta y la merma de actividad en determinadas regiones. A la fecha, la empresa tiene 43 tiendas, de las cuales 16 están ubicadas en la Región Metropolitana, mientras que las restantes se encuentran distribuidas en otras regiones de Chile.

Amplia red de proveedores y capacidad de oferta: La amplia red de proveedores con que cuenta la empresa y la existencia de alternativas a los mismos, asegura un adecuado abastecimiento para la compañía y una baja dependencia ante la conducta que muestren sus distribuidores. Asimismo, la amplia gama de productos ofrecidos y la incorporación de nuevas marcas, la convierten en un centro de compra de interés para los consumidores, ofreciendo los últimos artículos tecnológicos, de vestuario y para el hogar, lo que también ha ido mejorando en los últimos años de manera de adaptar sus locales y oferta de productos a las exigencias que le impone tanto la competencia como sus clientes.

Factores de riesgo

Altos niveles de competencia: La fuerte competencia que presentan las tres principales tiendas por departamento en Chile, que en la práctica se ha traducido en una oferta de productos y servicios relativamente homogénea, torna al emisor altamente vulnerable ante decisiones equívocas en términos comerciales, a la vez que la presión sobre los márgenes de venta obliga a crecer para poder acceder a mayores economías de escala.

Por otro lado, el desarrollo tecnológico, específicamente la masificación del uso de internet en el comercio, podría llevar a un proceso de desintermediación en el mercado de bienes transables, con el consiguiente impacto negativo para la industria y el emisor. Actualmente, Ripley disputa con Paris (perteneciente al grupo Cencosud) el segundo lugar entre las grandes tiendas, siendo Falabella la tienda con mayor participación de mercado. Tampoco puede ignorarse la competencia proveniente de tiendas especializadas o que compiten con formatos más pequeños.

Necesidad de mantener y administrar el crecimiento: La industria en la que se desenvuelve la compañía ha estado en constante expansión, por lo que es necesario que la empresa tenga los recursos necesarios para mantener un ritmo de crecimiento que le permita seguir siendo competitiva, tanto en su oferta de bienes como del crédito que ofrece. En el caso de **Ripley Chile**, esta expansión se origina de la necesidad de aumentar su cobertura geográfica y de sus tarjetas de crédito, lo que implica inversiones en nuevos puntos de ventas, mayores inventarios y un mejoramiento continuo de la administración en aspectos logísticos. Todo ello, en el contexto de necesitar allegar recursos a la matriz para que ésta responda a sus obligaciones financieras, que a diciembre de 2016 alcanzan \$ 897.542 millones en el corto plazo y \$ 435.685 millones en el largo plazo.

Intensificación del negocio crediticio: El negocio crediticio representa un alto porcentaje de los ingresos de la compañía (cerca de un 27% de los ingresos antes de consolidación fueron generados en el segmento bancario durante 2016), por lo que un mal manejo del riesgo de la cartera de clientes de la tarjeta de crédito puede derivar en elevadas pérdidas e impactar fuertemente la generación de flujos. Este riesgo, que se ha intensificado luego de la incorporación del Banco Ripley a **Ripley Chile**, se habría manifestado durante los primeros meses de apertura de la tarjeta y la migración a Mastercard, lo que se habría traducido en incrementos de la morosidad de la tarjeta. En efecto, en su momento se señaló que, aun reconociéndose la capacidad de la administración para manejar una mayor cartera de clientes y negocios, dados los resultados mostrados tras su explosivo crecimiento durante los últimos años, la estrategia de crecimiento enfocada en la tarjeta de crédito de la empresa requería de una especial vigilancia, sobre todo por la incorporación de segmentos demográficos y socio-

económicos de mayor riesgo. También se advirtió que la reducción de la TMC requeriría una adaptación del modelo de negocio bancario. No obstante, se reconoce que los *retailers* pueden morder el impacto de este cambio sobre sus resultados rediseñando su estructura de comisiones y de precios.

Sensibilidad del consumidor ante ciclos recesivos: La demanda de la industria está fuertemente ligada a la actividad económica del país. De hecho, las ventas al detalle, orientadas al mercado de personas, se ven resentidas en períodos recesivos o de alto nivel de desempleo (como se observó entre 2008 y 2009, con una caída real en los ingresos de 7,1%), en especial cuando se trata de productos que no son de primera necesidad, lo que afecta las ventas del comercio en general, pero en particular de **Ripley Chile**, cuya oferta está compuesta por bienes durables (los más afectados en recesiones) y vestuario (que no corresponde totalmente a bienes de primera necesidad). No obstante, se reconoce el cambio en el *mix* de marcas de vestuario, que podría desacoplar parcialmente su compra respecto del ciclo económico. Igual característica presenta el comportamiento crediticio de los deudores, aumentando la tasa de mora de los mismos. Sin embargo, la tasa de pago⁷ es acorde con la estructura de ventas de la emisora.

Dependencia de los puntos de venta: Uno de los principales factores que determinan las ventas al detalle es la ubicación de los locales. Por lo tanto, cualquier situación negativa (disminución de la concurrencia, por ejemplo, ante trabajos en las calles de acceso o por remodelaciones en los puntos de venta) que afecte a los centros comerciales en donde se ubican las tiendas Ripley, necesariamente repercutirá sobre los ingresos. Como atenuante, se reconoce el alto número de tiendas que posee la compañía y que los puntos de mayor venta se ubican en Santiago.

Contratos de arriendo: Un porcentaje significativo de los locales de venta son arrendados a terceros (32 tiendas de un total de 43; correspondientes a aproximadamente un 80% de la superficie de venta). No obstante, se reconoce que **Ripley Chile** posee tiendas ubicadas en *malls* donde la compañía participa en la propiedad y que en todos los puntos de venta los contratos de arriendo son a largo plazo.

Exposición cambiaria: La mayor parte de las compras de la entidad se realiza en dólares de los Estados Unidos, situación que torna sensible a la empresa ante fluctuaciones en las paridades cambiarias, aunque se reconoce que existe la capacidad de trasladar tales variaciones a precio, acotada eso sí por la intensidad de la competencia existente.

⁷ Tasa de pago = Flujo de cobranza / Cartera bruta del período.

Antecedentes generales

Historia

Ripley nació en 1956 con la inauguración de la primera tienda de Calderón Confecciones, negocio de confección y venta al por menor para hombres. En 1964, se inauguró la primera tienda Ripley en Santiago. En 1976, comenzó a operar el sistema de otorgamiento de créditos en tienda. Dos años más tarde se creó la razón social Comercial Eccsa S.A., agrupando a todas las tiendas comerciales de la época y separando las actividades comerciales de las productivas.

En 1993, se inauguró la primera tienda en un *mall* (Parque Arauco), dando inicio a un cambio de imagen y reposicionamiento. En 1997 se creó CAR S.A. para la administración de crédito y servicios a clientes. En 2000, en tanto, se dio inicio a la actividad de *e-business* a través de www.ripley.cl. Junto con esto, se autorizó la operación de la corredora de seguros. Recientemente se ha reorganizado la estructura del conglomerado, concentrando todos los negocios financieros en Banco Ripley, el cual se ha hecho depender de **Ripley Chile**.

Propiedad y administración

Al 30 de junio de 2017, la propiedad de **Ripley Chile** se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de la Propiedad
Ripley Corp S.A	270.934.149.103	270.934.149.103	100,00%
Ripley Internacional S.A	2	2	0,00%

A su vez, Ripley Corp S.A. es controlada por la familia Calderón Volochinsky, a través de Inversiones R Matriz Limitada, Inversiones Familiares Sociedad Colectiva Civil, International Funds S.A. e Inversiones R III Ltda.

El directorio de la empresa es el que se indica a continuación:

Cargo	Nombre	Profesión	Fecha de nombramiento
Presidente	Hernán Uribe Gabler	Ingeniero Civil Industrial	29-04-2010
Director	Felipe Lamarca Claro	Ingeniero Comercial	29-04-2010
Director	Sergio Hidalgo Herazo	Ingeniero Comercial	29-04-2010

Director	Verónica Edwards Guzmán	Ingeniero Comercial	29-05-2014
Director	Laurence Golborne Riveros	Ingeniero Civil Industrial	29-05-2014

La administración de la empresa está conformada por los siguientes profesionales:

Cargo	Nombre	Fecha de nombramiento
Gerente General	Andrés Roccatagliata Orsini	05-03-2008
Gerente General Retail	Francisco Irarrázaval Mena	06-01-2017
Gerente de Adm. y Finanzas Corporativo	Rafael Ferrada Moreira	23-12-2016
Gerente de Finanzas Banco Ripley y filiales	Matias Madrid Hidalgo	07-11-2016
Gerente General Banco Ripley	Alejandro Subelman Alcalay	15-07-2015
Gerente de Riesgo y Cobranza	Jesús Gárate Gallo	23-11-2010
Gerente División riesgo y cobranza Banco Ripley	Jaime Cordova Sepulveda	01-04-2010
Gerente División Operaciones Banco Ripley	Manuel Rojas Reyes	02-02-2010
Fiscal	Carolina García-Huidobro Prieto	06-03-2007

Líneas de negocios

Ripley Chile es un grupo empresarial que abarca tres áreas de negocios interrelacionadas y complementarias: *retail*, inmobiliario y financiero.

Área retail

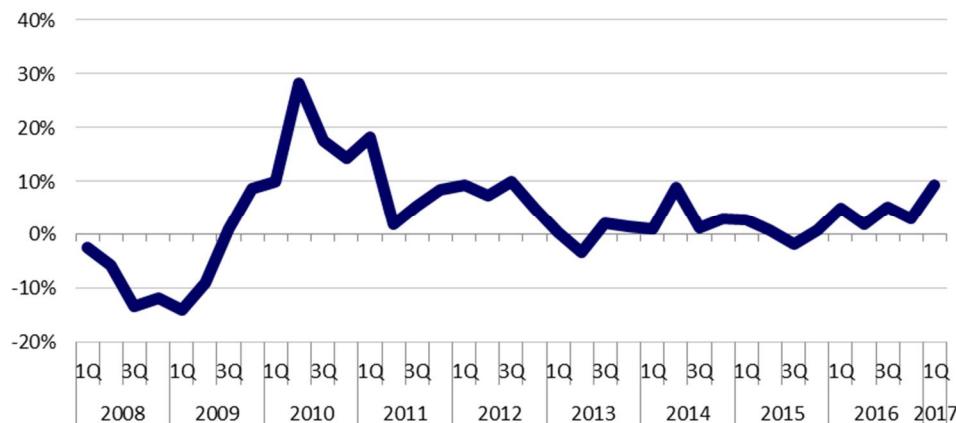
Opera las tiendas por departamento de la cadena. A la fecha, suma 43 puntos de venta activos (16 en Santiago y 27 en regiones), con una superficie total de ventas de 272.573 m². Comercial Eccsa S.A. es la filial encargada de realizar las compras para las tiendas del *holding*.

La Ilustración 1 presenta la variación real en el *same store sales* (SSS)⁸ en las tiendas por departamento de **Ripley Chile**. Se aprecia que en 2016 este indicador mostró bastante volatilidad, sin embargo, mantuvo una tendencia al alza en comparación al año 2015 donde se

⁸ 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.

observaron valores negativos. Durante el primer trimestre de 2017, se observa que el indicador ha evidenciado una fuerte recuperación alcanzando un valor igual a 9,3%.

Ilustración 1
Same Store Sales (%)
2008-1Q 2017



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, y ninguno de ellos representa más de un 30% de las ventas totales.

Área inmobiliaria

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

Mall	Superficie arrendable (m ²)	Empresa propietaria	% propiedad de Ripley Chile	Apertura
Marina Arauco	70.000	Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A.	50,0% ⁹	1999
Mall del Centro de Curicó	47.000	Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A.	50,0% ¹⁰	2006
Mall Plaza Alameda	60.000	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2008
Mall Plaza Sur	77.000	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2008
Mall Plaza Mirador Bío Bío	45.000	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2012

⁹ Comparte la propiedad con Parque Arauco.

¹⁰ Comparte la propiedad con Parque Arauco.

Mall Concepción	26.000	Ripley Chile	100,0%	2012
Mall Las Américas	23.000	Nuevos Desarrollos S.A.	21,0%	2013
Mall Plaza Egaña	92.000	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2013
Mall Plaza Copiapó	45.000	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2014

En el rubro de los centros comerciales en Chile existen tres actores importantes. El líder del sector es Mall Plaza (que actualmente canaliza las nuevas inversiones a través de Nuevos Desarrollos S.A.), cuya propiedad pertenece en un 64,5% a Falabella S.A.C.I.y tiene 19 centros comerciales, siete de los cuales se ubican en la Región Metropolitana. El segundo actor es Cencosud, que cuenta con ocho centros comerciales a lo largo del país. El tercer participante es Parque Arauco, con ocho malls en Chile, seis de los cuales se encuentran en la Región Metropolitana. Otros actores son Walmart Inmobiliario (brazo inmobiliario de Walmart Chile, dueño de los supermercados Líder y Ekono) y el grupo Saieh, que en 2009 adquirió a Ripley los tres *malls* que poseía.

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

Área financiera

Dentro de este segmento de negocios se encuentran diversas filiales, entre las que destacan:

Banco Ripley Chile

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. El Banco Ripley, como se dijo anteriormente, tiene una participación mayoritaria en Car S.A., emisora de la Tarjeta Ripley.

Car S.A.

Está encargada de administrar la cartera de clientes que posee la tarjeta Ripley. 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.

Sociedad de Cobranzas Payback S.A.

Está encargada de llevar a cabo las gestiones de cobranza de los clientes de la tarjeta.

Ripley Chile ha puesto especial énfasis en el desarrollo del negocio financiero a través de la tarjeta Ripley como medio de pago atractivo para sus clientes. Con esta tarjeta los clientes pueden adquirir bienes en las tiendas Ripley, obtener avances en efectivo o comprar en los comercios asociados a la tarjeta. Actualmente, cuenta con más de 10.000 comercios afiliados, lo que permite el uso de la tarjeta en más de 110.000 establecimientos y puntos de venta asociados. Además, el 2013 se comenzó a emitir la tarjeta Ripley Mastercard, que permite acceder a toda la red de Transbank y ser utilizada en el extranjero. El nuevo sistema tecnológico permite realizar operaciones de *revolving* de la deuda, operación no soportada por la Tarjeta Ripley. Con esto, **Ripley Chile** busca incrementar la utilización de su tarjeta tanto dentro como fuera de sus tiendas.

Administración del negocio

Proveedores

La empresa presenta una amplia gama de proveedores, tanto nacionales como extranjeros. Los nacionales básicamente están representados por productores, representantes e importadores de artículos para el hogar.

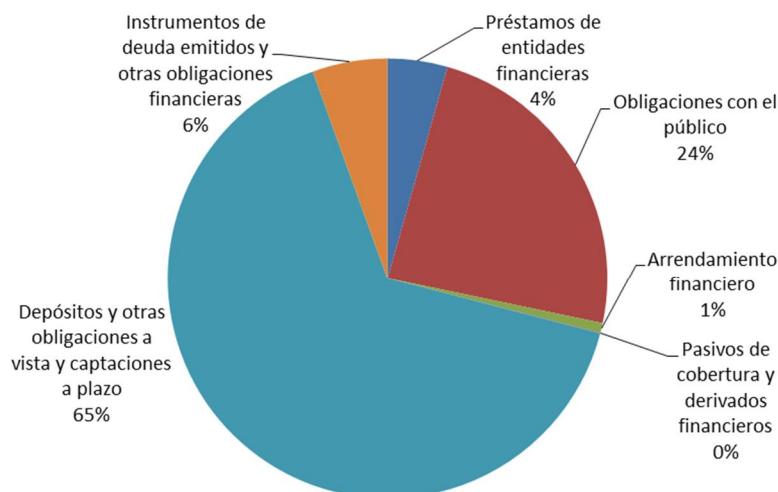
Las compras en el extranjero, principalmente vestuario, provienen en un porcentaje elevado de Asia (China, Hong Kong e India). La estructura de abastecimiento no defiere significativamente de los estándares de la industria local.

De acuerdo con el estado de flujo de efectivo de 2016, ese año los pagos a proveedores por suministros de bienes y servicios alcanzaron los US\$ 2.696 millones, representando el 90,2% de los cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios (este guarismo alcanzó un 91,7% en el año anterior).

Fuentes de financiamiento

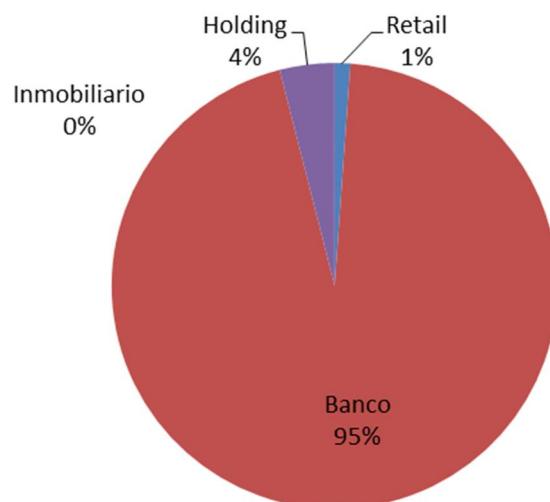
Las principales fuentes de financiamiento de la empresa, además de su patrimonio, provienen del mercado de capitales y del sistema bancario. A marzo de 2017, la deuda financiera es de \$ 661 mil millones, de los cuales un 65% corresponde a deuda por depósitos y obligaciones a la vista y captaciones a plazo, un 24% a obligaciones con el público, un 4% a préstamos de entidades financieras, un 6% a instrumentos de deuda emitidos y otras obligaciones financieras y 1% a operaciones de *leasing* (ver Ilustración 3).

Ilustración 3
Composición Deuda Financiera (%)
Marzo 2017



La Ilustración 4 muestra la desagregación de la deuda financiera, según el segmento de operación en que se encuentra asignada. Se aprecia que el banco concentra aproximadamente un 95% de los compromisos financieros de la compañía.

Ilustración 4
Desagregación Deuda Financiera (%)
Marzo 2017



Políticas de emisión de tarjetas y provisiones

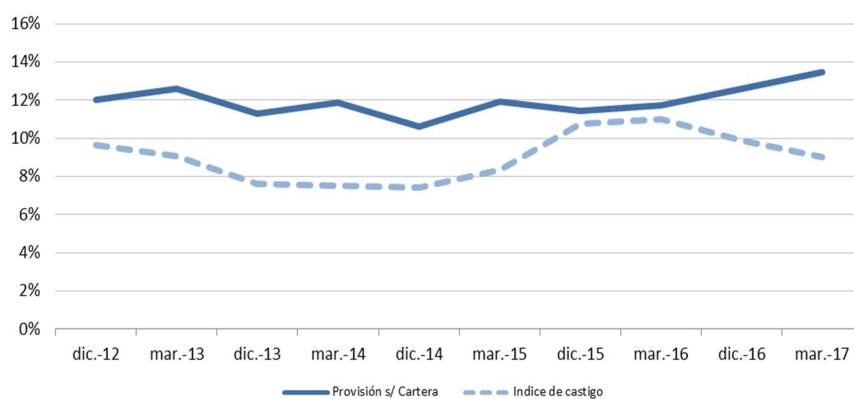
La política de apertura de tarjetas de crédito incorpora como factores de evaluación la acreditación de renta, verificación de buen comportamiento externo (sin problemas en el boletín comercial), verificación de domicilio, teléfono de red fija y tramo de edad según actividad comercial del cliente.

Por otro lado, para calcular las provisiones la compañía ha construido un nuevo modelo estadístico para la determinación de provisiones por riesgo de crédito apropiado de acuerdo al tipo de cartera u operaciones, para lo cual, los créditos y cuentas por cobrar a clientes se clasifican en colocaciones de consumo. El nuevo modelo incorpora conceptos no presentes en el modelo anterior, como el arrastre de mora entre productos de un mismo cliente y un mayor periodo de cura, entre otros.

Las provisiones exigidas para cubrir los riesgos de pérdida de los activos han sido constituidas de acuerdo con las normas de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, mediante modelos de evaluación grupal, los cuales fueron aprobados por el directorio.

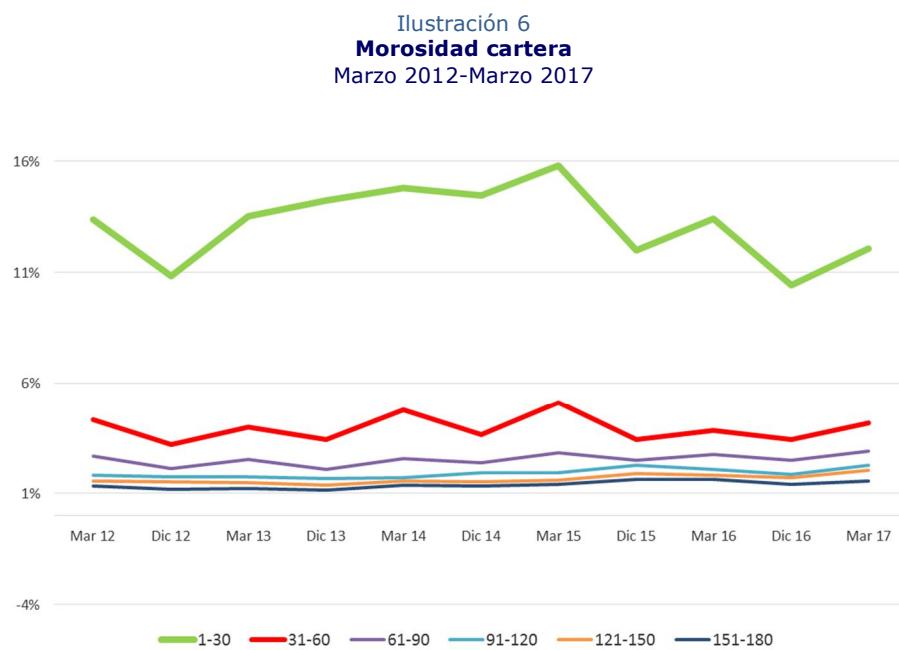
La cartera bruta de colocaciones de la Tarjeta Ripley se sitúa en torno a los \$ 519 mil millones en marzo de 2017. La Ilustración 5 muestra que tanto las provisiones como los castigos que muestran una disminución a 2017 luego de un incremento en marzo de 2016. Según lo señalado por la emisora, esto obedeció a errores en la implementación de la apertura de la tarjeta, para lo cual se habrían tomado las medidas correctivas respectivas, lo que hizo mejorar el indicador en la actualidad.

Ilustración 5
Provisiones sobre Cartera e Índice de Castigo (%)
2012-Marzo 2017



Morosidad

La Ilustración 6 muestra la morosidad de la cartera bruta. Se aprecia que la cartera al día se mantiene por sobre el 75% de la cartera, en tanto que la morosidad entre 1 y 30 días muestra una tendencia a la baja a partir de 2015 en adelante. La morosidad mayor a 31 días aumentó ligeramente con respecto de diciembre de 2016 alcanzando en conjunto un 13,0%.

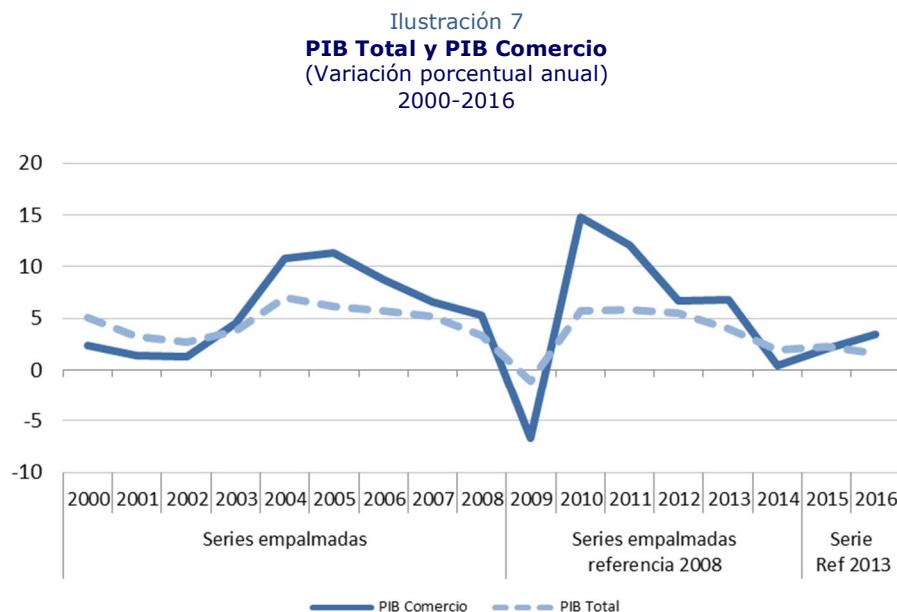


Antecedentes del sector

Ripley Chile participa en el rubro comercial con apoyo crediticio a sus clientes y en el sector inmobiliario, compitiendo en el ámbito local con empresas de diversa envergadura, algunas de las cuales, al igual que el emisor, cuentan con presencia internacional (Falabella, Cencosud, Parque Arauco).

En términos generales, la industria en Chile exhibe una concentración moderada-alta, donde los principales actores del mercado corresponden a grupos de capitales nacionales con presencia en diversos formatos del comercio (supermercados, grandes tiendas, mejoramiento del hogar, centros comerciales, tarjetas de crédito).

En términos de crecimiento, un índice adecuado para observar el desarrollo de la industria en Chile es el Producto Interno Bruto (PIB) ligado al comercio. En la Ilustración 7 se presentan las tasas de variación porcentual anual del comercio y del PIB total del país.



Se aprecia que el PIB del comercio es elástico respecto del PIB total, expandiéndose más que este último en períodos de crecimiento y contrayéndose en mayor medida que la economía total en períodos de recesión, como es el caso de 2009.

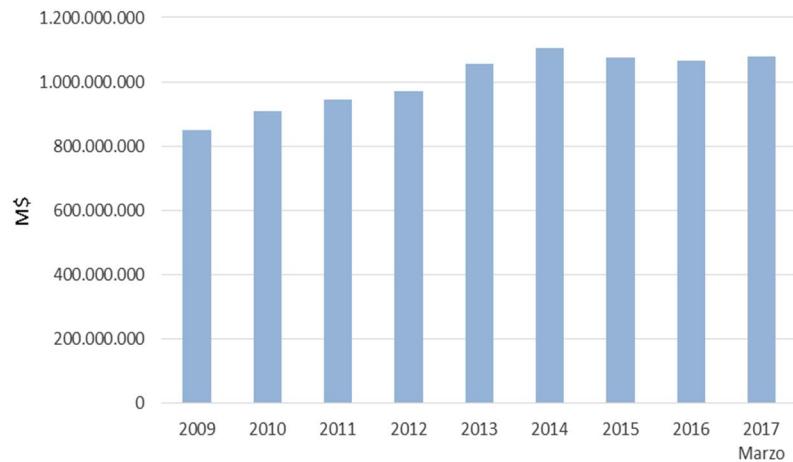
Análisis financiero¹¹

Ingresos y EBITDA

La evolución de los ingresos de explotación de **Ripley Chile** ha ido aparejada del número de locales y de la superficie de ventas de la empresa. Una vez superada la crisis económica de 2010, los ingresos crecieron a una tasa promedio anual de 5,4% entre 2010 y 2014. Los últimos dos años (2015 y 2016) evidencian los efectos de la desaceleración económica, mostrando una disminución de los ingresos. Sin embargo, en lo transcurrido de 2017 se observa un leve incremento por la apertura de una nueva tienda.

¹¹ 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 2016.

Ilustración 8
Ingresos de actividades ordinarias (M\$)
2009- Marzo 2017



El número total de tiendas de **Ripley Chile** alcanza, actualmente 43. En el período 2008-2010, la empresa hizo una pausa en términos de expansión para hacer frente a la crisis *subprime* tal como se aprecia en la Ilustración 9.

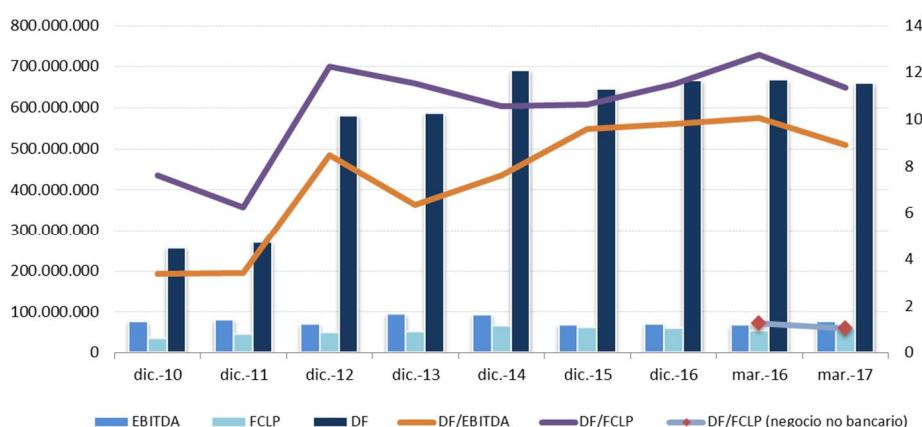
Ilustración 9
Evolución Número de Tiendas y Superficie de Ventas
1964-Marzo 2017



Endeudamiento

La Ilustración 10 muestra la deuda financiera (DF) de la compañía, así como el EBITDA y el FCLP¹². Se aprecia que el indicador DF/FCLP se incrementó a valores superiores a 12 veces el 2012, reduciéndose a niveles de 10,6 veces el 2014. En marzo de 2016, volvió a incrementarse a 12,8 veces para luego disminuir a marzo de 2017 alcanzando un valor de 11,3 veces. Con todo, se debe considerar que si se deduce la deuda del segmento bancario (la cual está cubierta con las colocaciones y no se paga, necesariamente, con el flujo de caja operacional), el indicador DF/FCLP ajustado y que sería más adecuado para la estructura del *holding* del negocio baja a niveles iguales a 1,0 vez a marzo de 2017, levemente menor que en marzo de 2016 donde alcanzaba las 1,3 veces.

Ilustración 10
Deuda Financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo
2010-Marzo 2017

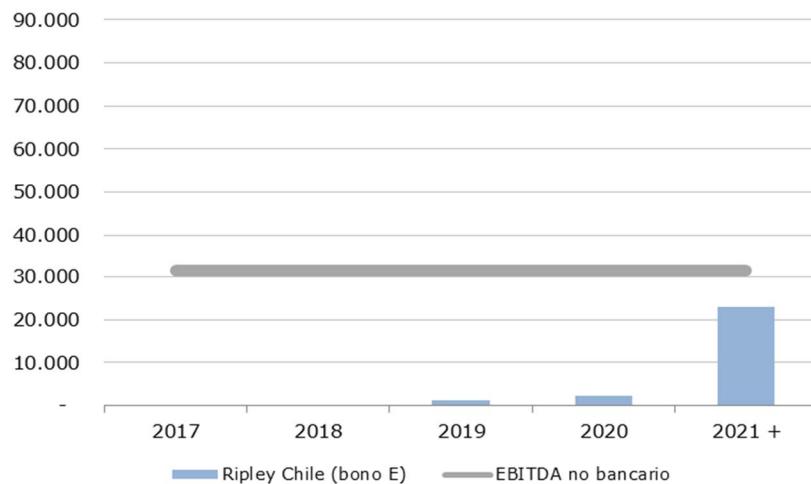


Perfil de vencimientos

La Ilustración 12 muestra el perfil de vencimientos del segmento no financiero de **Ripley Chile** a mayo de 2017, contrastado con la generación de EBITDA del mismo segmento. Se aprecia que la compañía exhibe una importante holgura en sus vencimientos en todo el período considerado.

¹² 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.

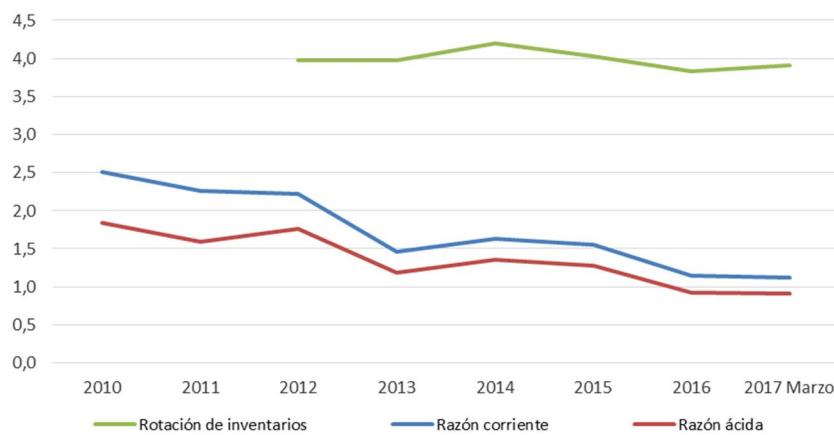
Ilustración 12
Perfil de vencimientos deuda financiera no bancario
(Millones de pesos)



Liquidez¹³

Como puede apreciarse en la Ilustración 13, la rotación de inventarios ha incrementado paulatinamente a valores de 3,9 veces; mientras que la razón corriente y ácida han mostrado una tendencia decreciente, alcanzando a marzo de 2017 las 1,1 y 0,9 veces, respectivamente.

Ilustración 2
Indicadores de liquidez
2010-Marzo 2017

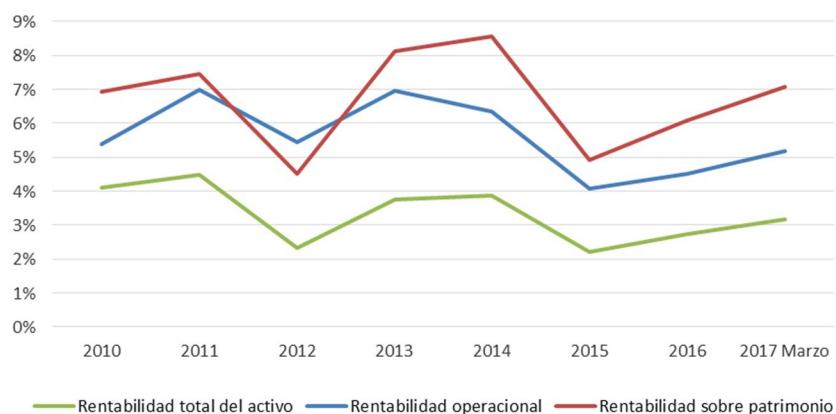


¹³Rotación de inventarios = costo de ventas / inventarios promedio (no bancario);
Razón corriente = activos corrientes / pasivos corrientes;
Razón ácida = (activos corrientes - existencias - gastos pagados por anticipado) / pasivos corrientes.

Rentabilidad¹⁴

Luego de la contracción de la actividad del comercio en 2009, los diversos índices de rentabilidad, del activo y del patrimonio, han mostrado un comportamiento volátil, pero aumentando durante los últimos dos años tal como muestra la Ilustración 14.

Ilustración 3
Indicadores de rentabilidad (%)
2010-Marzo 2017



¹⁴ Rentabilidad total del activo = utilidad del ejercicio / activos totales promedio (descontados aquellos en ejecución o construcción);
 Rentabilidad operacional = resultado operacional sobre activos totales promedio;
 Rentabilidad sobre patrimonio = utilidad del ejercicio / patrimonio promedio.

Características de las emisiones vigentes

Línea de bonos	
Nº y fecha de inscripción	Nº 543 del 7 de agosto de 2008
Monto máximo	UF 3.500.000
Plazo vencimiento	30 años
Fecha de vencimiento	7 agosto 2038
Tercera emisión (Serie E)	Monto colocado: UF 1.000.000 Tasa de carátula: 5,00% anual Vencimiento: 10 junio 2030

Covenants línea de bonos		
	Límite	31/03/2017
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 75%	100%
Pasivo exigible (excluyendo los pasivos de Banco Ripley)/ Patrimonio	No superior a 1,5 veces	0,39
Patrimonio mínimo	M\$ 188.485.920	M\$ 762.814.152

"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."