



# 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.

Agosto 2015

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 Líneas de Efectos de Comercio Tendencia	A+ Nivel 1/A+ Estable
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 1 Estable
Estados financieros	31 marzo 2015
Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de Bonos a 10 años	Nº 451 de 08.02.06
Línea de Bonos a 21 años	Nº 452 de 08.02.06
Línea de Bonos a 10 años	Nº 728 de 25.09.12
Línea de Bonos a 30 años	Nº 729 de 25.09.12
Línea de Efectos de Comercio	Nº 057 de 24.04.09
Línea de Efectos de Comercio	Nº 058 de 24.04.09

Estado de Resultados Consolidado IFRS			
	2009	2010	2011
Ingresos Totales	1.028.226.806	1.100.214.636	1.195.680.826
Ingresos No Bancarios	896.886.648	975.519.188	1.062.255.185
Ingreso Bancarios <sup>1</sup>	131.340.158	124.695.448	133.425.641
Costos de ventas totales	-701.678.935	-675.524.240	-740.278.444
Costo de ventas no bancario	-640.955.801	-636.567.884	-696.829.735
Costo de ventas bancario <sup>2</sup>	-60.723.134	-38.956.356	-43.448.709
Gastos de distribución y administración <sup>3</sup>	-339.754.994	-361.554.830	-386.448.987
Resultado Operacional	-12.317.772	63.345.129	69.514.434
Costos Financieros	-27.520.256	-19.251.118	-16.178.108
Ganancia	4.851.162	50.011.809	55.296.202
EBITDA <sup>4</sup>	21.714.851	99.514.391	102.813.540

<sup>1</sup> Ingresos bancarios corresponden a ingresos por intereses y reajustes + ingresos por comisiones + utilidad neta de operaciones financieras.

<sup>2</sup> Costo de venta bancario corresponde a gastos por intereses y reajustes + gastos por comisiones + provisiones por riesgo de crédito.

<sup>3</sup> Es la suma de los gastos no bancarios (costos de distribución + gastos de administración) y bancarios (remuneraciones y gasto de personal + gastos de administración + depreciaciones y amortizaciones + otros gastos operacionales).

<sup>4</sup> Resultado operacional total + gastos de depreciación y amortización.

Estado de Resultados Consolidado IFRS <sup>5</sup>					
Miles de pesos	2012	2013	2014	Mar-2014	Mar-2015
Ingreso Actividades Ordinarias	1.298.887.604	1.374.318.097	1.541.784.016	325.257.660	349.696.629
Costo de Ventas <sup>6</sup>	-820.196.541	-844.290.600	-966.076.395	-203.144.601	-222.487.731
Gastos de distribución y administración	-419.723.755	-463.717.549	-517.973.710	-116.453.971	-125.826.835
Resultado Operacional	58.967.308	66.309.948	57.733.911	5.659.088	1.382.063
Costos Financieros	-20.973.164	-24.494.811	-18.924.765	-5.166.766	-4.431.836
Ganancia	37.023.247	43.886.080	44.621.061	3.825.843	-1.471.597
EBITDA	92.275.771	103.495.140	100.085.186	15.871.600	12.065.271

Balance General Consolidado IFRS		
Miles de pesos	2010	2011
Activos Corrientes, no Bancarios	469.560.930	520.611.686
Activos No Corrientes, no Bancarios	606.388.628	663.662.408
Activos Bancarios	392.999.810	465.490.593
<b>Total Activos</b>	<b>1.468.949.368</b>	<b>1.649.764.687</b>
Pasivos Corrientes, no Bancarios	235.620.054	319.081.147
Pasivos No Corrientes, no Bancarios	240.026.813	239.636.707
Pasivos Bancarios	306.921.492	356.689.367
<b>Total Pasivos</b>	<b>782.568.359</b>	<b>915.407.221</b>
Patrimonio	686.381.009	734.357.466
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>1.468.949.368</b>	<b>1.649.764.687</b>
Deuda Financiera no Bancaria	245.948.100	300.920.755

Balance General Consolidado IFRS <sup>5</sup>				
Miles de pesos	2012	2013	2014	Mar-2015
Activos corrientes	898.658.213	963.041.591	1.177.931.801	1.182.865.706
Activos no corrientes	910.457.443	992.365.493	1.070.940.551	1.075.378.120
<b>Total Activos</b>	<b>1.809.115.656</b>	<b>1.955.407.084</b>	<b>2.248.872.352</b>	<b>2.258.243.826</b>
Pasivos corrientes	563.891.523	739.011.152	829.602.415	835.799.059
Pasivos no corrientes	488.876.376	426.693.560	601.984.754	608.563.064
<b>Total Pasivos</b>	<b>1.052.767.899</b>	<b>1.165.704.712</b>	<b>1.431.587.169</b>	<b>1.444.362.123</b>
Patrimonio	756.347.757	789.702.372	817.285.183	813.881.703
<b>Total Patrimonio y Pasivos</b>	<b>1.809.115.656</b>	<b>1.955.407.084</b>	<b>2.248.872.352</b>	<b>2.258.243.826</b>
Deuda Financiera <sup>7</sup>	721.139.266	804.888.844	1.065.522.397	1.136.027.927

<sup>5</sup> A partir de 2012 no se presenta la desagregación entre segmento bancario y no bancario.

<sup>6</sup> Los gastos financieros asociados a las filiales bancarias son contabilizadas como un costo operacional.

<sup>7</sup> Incluye la deuda con empresas relacionadas que genera intereses.

## 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 financiero, tanto en Chile como en Perú y en Colombia.

Según los estados financieros consolidados a diciembre de 2014, Ripley Corp generó ingresos por US\$ 2.541 millones y un EBITDA de US\$ 165 millones. Durante este período, las ganancias de las operaciones en Chile alcanzan a US\$94,4 millones, mientras que en Perú suman US\$ 20,2 millones, en tanto que en Colombia registran una pérdida por US\$ 25,5 millones. Al 31 de marzo de 2014 su patrimonio consolidado llegaba a US\$ 1.299 millones, en tanto que la deuda financiera (incluyendo las deudas con empresas relacionadas que generan interés) alcanza a US\$1.813 millones<sup>8</sup>.

Las principales fortalezas que sirven como fundamento para la calificación de los títulos de deuda<sup>9</sup> de **Ripley Corp** en "Categoría A+" en el largo plazo y "Categoría Nivel 1" para sus emisiones de corto plazo son el adecuado nivel de solvencia de sus inversiones operativas, en particular Ripley Chile S.A., clasificada por **Humphreys** en "Categoría AA-". En este sentido, dentro del negocio de *retail* y de créditos asociados al mismo, se destaca, tanto en Chile como en Perú, el fuerte posicionamiento que ostentan las empresas filiales dentro de sus respectivos mercados y el elevado reconocimiento de sus marcas comerciales; en lo relativo al negocio financiero de Banco Ripley, banca de personas, se reconoce como positivo la tenencia de una cartera de clientes atomizada, que diversifica el riesgo de las colocaciones.

El segmento financiero se reconoce como relevante para la generación de flujos, dada la asociación existente entre el área *retail* y el banco, ahora ambas dependientes de Ripley Chile; en particular, una operación más cercana de ambas líneas de negocios posibilitaría un mayor acceso a información comercial de los clientes (dentro de lo que permite la ley), situación que permite a la empresa segmentar su mercado objetivo y los créditos de acuerdo al perfil del cliente. Asimismo, proporciona al banco un mayor conocimiento respecto a aquellos clientes que el crecimiento económico los transforma en sujetos de créditos susceptibles de "bancarizar".

<sup>8</sup> Esta deuda incorpora la deuda de las filiales bancarias.

<sup>9</sup> A la fecha el emisor sólo mantiene inscritas cuatro líneas de bonos y dos líneas de efectos de comercio, habiéndose pagado anticipadamente en el mes de julio de 2015 el último título de deuda vigente.

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda dicen relación con la adecuada cobertura geográfica de ventas en Chile; la amplia red de proveedores con que cuenta el negocio de *retail* y la existencia de abastecedores alternativos; el potencial del crecimiento en el mercado peruano; y el aporte del segmento inmobiliario a la diversificación de ingresos.

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

Otros factores de riesgo son la alta proporción de arriendos de los puntos de venta y la exposición cambiaria de la empresa (mitigado por uso de derivados). Tampoco se desconoce el mayor riesgo económico y político de las inversiones en Perú y Colombia en relación al de Chile.

Más aún, la baja generalizada del valor de las inversiones en acciones o derechos sobre empresas, que ha sido un fenómeno extendido en las plazas bursátiles de la región, ha significado que el valor económico de los activos de **Ripley Corp**, se ha reducido en forma significativa en comparación con sus pasivos. Asimismo, la baja bursátil que se ha observado ha repercutido en el patrimonio económico del emisor. La clasificadora monitoreará el nivel de endeudamiento relativo de **Ripley Corp**, puesto que, de consolidarse esta tendencia, la clasificación de riesgo podría ser revisada a la baja.

La perspectiva de la clasificación se califica en “*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.

La clasificación de los títulos accionarios de **Ripley Corp** en *Primera Clase Nivel 1* se sustenta en la adecuada capacidad de pago de la empresa y en la elevada presencia bursátil de los papeles (del 100% desde julio de 2006).

En el futuro la clasificación de los bonos podría verse favorecida en la medida que las condiciones imperantes en el mercado reduzcan la necesidad de crecimiento de su filial principal (en términos de flujos). Asimismo, para mantener esta clasificación es necesario que la empresa, además de no alterar significativamente su endeudamiento relativo, en términos de

balance y comparado con su patrimonio económico, lleve a cabo una estrategia de crecimiento que implique niveles de generación de flujos acordes con los nuevos riesgos asumidos.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Calidad de sus inversiones.

#### Fortalezas complementarias

- Control de política de dividendos de filiales.
- Operaciones en distintos rubros y países.

#### Fortalezas de apoyo

- Experiencia en el rubro.
- Capacidad de equipos de trabajo.

#### 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 en que participan filiales (atenuado por su importancia relativa dentro del sector).
- Riesgos propios de las filiales (atenuado por diversidad de negocios).
- Dependencia de dividendos de filiales (atenuado por controlar la política de reparto de utilidades).

## Hechos recientes

### Resultados 2014

En 2014 los ingresos de **Ripley Corp** llegaron a \$1.541.784 millones, con un incremento de 12,2%, que se explica principalmente por el incremento de ingresos del segmento *retail* tanto en Chile como en Perú, a través de una estrategia comercial de privilegiar márgenes y disminuir los inventarios.

Los costos de ventas aumentaron en 13,8%, alcanzando \$ 966.076 millones en 2014, con lo que el margen de explotación fue de \$ 575.708 millones (37,3% respecto de los ingresos, contra 38,2% en 2013).

Por su parte, el resultado operacional alcanzó a \$57.734 millones, lo cual significa una caída de 8,5% respecto al año anterior. El EBITDA del período alcanzó a \$100.085 millones, lo que significa una disminución de 0,2% respecto a lo alcanzado en 2013. Las ganancias reportadas por la emisora totalizaron \$44.621 millones en 2014, aumentando un 1,7% respecto al mismo período del año anterior.

## Resultados primer trimestre 2015

En cuanto a los resultados del primer trimestre de 2015, mientras los ingresos totales se incrementaron un 7,5% respecto al mismo período del año anterior, el costo de ventas aumentó en 9,5%. De esta manera, el margen bruto se expandió en 4,2%, explicado por un incremento de 2,8% en Chile, en tanto que en Perú registró un aumento de 8,8% y en Colombia alcanzó a 63,7%. El EBITDA de la compañía, por su parte, totalizó \$12.065 millones, en tanto que el emisor registró una pérdida en el trimestre por \$1.472 millones, explicado por una disminución en el margen financiero y mayores impuestos, parcialmente compensados por una mejora en el banco en Perú.

## Definición categorías de riesgo

### Categoría A (títulos de deuda de largo plazo)

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 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.

### Categoría Nivel 1 (N-1) (títulos de deuda de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de 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.

### Primera Clase Nivel 1 (títulos accionarios)

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 Ripley Chile:** Ripley Chile -filial de **Ripley Corp** y principal generador de flujos del *holding*- es la matriz de un grupo de empresas orientadas al desarrollo de actividades comerciales a través del área de *retail* (tiendas por departamento), área financiera (principalmente en apoyo de las ventas a crédito de las tiendas) y área inmobiliaria (participación en la propiedad y administración de centros comerciales donde operan las tiendas, tanto en asociaciones con Marina Arauco (Chile) y Mall Plaza (Chile y Perú); y desarrollos inmobiliarios propios como el Mall Centro Concepción. Tanto su solidez financiera como el

posicionamiento y reconocimiento de su marca constituyen una fortaleza para **Ripley Corp.** Cabe añadir que Ripley Chile se encuentra clasificada en “Categoría AA-” por **Humphreys**, y que durante 2014 generó casi el 65,4% de los ingresos consolidados de su matriz. Durante 2014 Ripley Chile, en 2014 vendió US\$1.658 millones.

**Posicionamiento de la compañía:** Ripley Chile presenta un posicionamiento consolidado, lo que se refleja en su participación de mercado de aproximadamente 26% (tomando en cuenta las ventas *retail* de las empresas con información pública). La filial en Perú también posee un fuerte posicionamiento de marca, lo que se refleja aproximadamente un 42% de participación de mercado a nivel país, consolidado por la existencia de más de diez años en dicho país.

**Importante base de datos en Chile:** La empresa en Chile ha emitido casi seis millones de tarjetas de crédito, de las cuales 2,2 millones se encuentran activas y más de 1 millón se encuentran con saldo. Lo anterior, además de ser un valioso activo por sí mismo, constituye una importante herramienta para continuar desarrollando el negocio crediticio, en particular por sinergia con el Banco Ripley Chile, el cual se ha incorporado a la filial Ripley Chile, consolidando en una compañía todo el negocio financiero en nuestro país. Asimismo, las tarjetas emitidas en Perú han aumentado de manera sistemática en los últimos periodos, alcanzando los dos millones de plásticos emitidos, de las cuales 1,1 millón se encuentran activas y aproximadamente 500 mil de ellos 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. Si a lo anterior se suma el hecho de que una importante parte de las compras se realiza fuera del país, y se centralizan para Chile, Perú y Colombia (en caso de los productos similares), nos encontramos con una empresa con capacidad de generar un gran poder de negociación, aunque sujeta a las variaciones de los tipos de cambio múltiples. Ripley mantiene un nivel de inventarios del orden de los US\$380 millones.

## 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 además operan distintos formatos. Ripley disputa el segundo lugar en participación en Chile con Paris (de Cencosud) y en Perú el espacio para crecer hace atractiva la entrada a nuevos competidores a un mercado en el que hasta ahora sólo

operaban Falabella, Ripley, Oeschle y, recientemente, Paris. Por otra parte, la masificación del uso de *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. Con todo, cabe agregar que Ripley Chile y recientemente Ripley Perú han implementado el servicio de compra en línea, al igual que el resto de los grandes participantes de la industria *retail*, de tal forma de tener presencia en este nicho de mercado. 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 afectados 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 está en constante expansión, por lo que es necesario que la empresa tenga los recursos necesarios para poder realizar el crecimiento que le permita seguir siendo competitiva. En el caso de la filial Ripley Chile, este crecimiento se enfoca en llegar a ciudades donde aún no tiene presencia y en aumentar las colocaciones de crédito. 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, así como inicio de operaciones en Colombia, donde a partir de 2016 se proyecta abrir nuevas tiendas, que requerirán financiar mayores volúmenes de cuentas por cobrar, y el mejoramiento continuo de la administración de inventarios y aspectos logísticos.

**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. En los últimos dos años se han recibido dividendos por aproximadamente \$14.000 millones.

**Riesgo país de operaciones en el extranjero:** Aunque el negocio en Chile sea replicable en términos comerciales en Perú y Colombia, el macro entorno económico y político actual en estos países es diferente al chileno, lo que agrega mayor incertidumbre a la rentabilidad de las inversiones. Se ha asignado "Categoría Aa3", "Categoría Baa2" y "Categoría Baa3" a los bonos de los gobiernos de Chile, Perú y Colombia, respectivamente. Esto implica una diferencia de entre cinco y seis categorías entre ambas clasificaciones, lo cual incrementa el riesgo que asume Ripley Corp al incursionar en países más riesgosos 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 las empresas en Perú y, posteriormente, de Colombia, las cuales se encuentran en moneda local. Cabe mencionar que actualmente según lo informado por el emisor este riesgo se encuentra controlado, ya que la compañía cubre el riesgo de tipo de cambio de los saldos netos de moneda extranjera 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 17 de 43 tiendas en Chile son propias o arrendadas en *malls* en los que participa de la propiedad, en Perú la emisora es dueña de seis tiendas de un total de 27, mientras que en Colombia se dispone de una tienda propia y tres arrendadas), aunque cabe destacar que en todos ellos se mantienen contratos de largo plazo.

## Antecedentes generales

### Descripción del negocio

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.

En efecto, en el ámbito comercial Ripley nació en 1956 con la inauguración de la primera tienda de Calderón Confecciones y a partir de 1985 se evoluciona al concepto de tiendas por departamentos, lo cual se ha traducido en que actualmente la cadena posee 43 tiendas en Chile. El proceso de internacionalización iniciado en 1997 le ha permitido establecer un sólido posicionamiento en Perú, con 27 tiendas, y en los recientes períodos se ha intensificado, al inaugurar seis tiendas en Colombia.

La emisora actúa en el negocio *retail* a través de sus tiendas por departamento, en el negocio inmobiliario a través de participación en centros comerciales y, finalmente, en el negocio financiero como apoyo para la venta, a través de su negocio de tarjetas en Chile, y de los Banco Ripley en Chile y Perú. Adicionalmente, en 2013 ha comenzado la distribución de la tarjeta Ripley Mastercard en Chile, totalizando, al cierre del año pasado, más de 250.000 plásticos, que pueden acceder a toda la red de Transbank y ser utilizada en el extranjero. Con esto **Ripley Chile** busca incrementar la utilización de su tarjeta, tanto dentro como fuera de sus tiendas.

## Propiedad y administración

A junio de 2015 la propiedad de **Ripley Corp** se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	% de la Propiedad
Inversiones R Matriz Limitada	42,03%
International Funds S.A.	4,49%
Inversiones Familiares Sociedad Colectiva Civil	4,49%
Inversiones R III Limitada	1,96%
<b>Total Controladores</b>	<b>52,97%</b>
Comunidad Inversiones CK SA e Inversiones R SA	11,87%
Banco Itau por cuenta de inversionistas	2,67%
AFP Habitat SA Fondo de pensión Tipo C	2,44%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	2,06%
AFP Habitat SA Fondo Tipo B	1,79%
Banco Santander por cuenta de Inv Extranjeros	1,70%
Moneda S.A. AFI para Pionero Fondo de Inversión	1,44%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	1,42%
Resto	21,64%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

El controlador de la sociedad es 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
Presidente	Felipe Lamarca Claro
Vicepresidente	Michel Calderón Volochinsky
Director	Gustavo Alcalde Lemarie
Director	Debora Calderón Kohon
Director	Laurence Golborne Riveros
Director	Hernán Uribe Gabler
Director	Andrés Calderón Volochinsky
Director	Verónica Edwards Guzmán
Director	Felipe Morandé Lavín

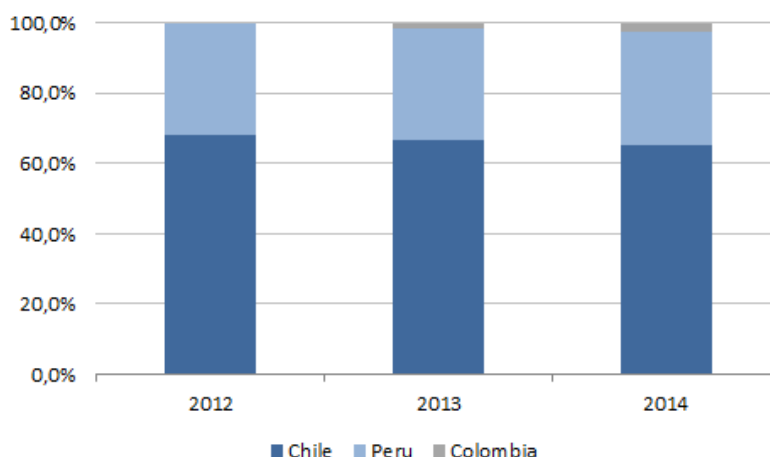
## Distribución de ingresos

En relación al *mix* de ingresos, más de un 76% proviene del segmento *retail* en los tres países que opera, mientras que el resto proviene de la operación de los bancos Ripley Chile y Ripley Perú y del segmento inmobiliario.

Por otro lado, las operaciones en el extranjero han incrementado paulatinamente su relevancia dentro de los ingresos totales de la compañía. En efecto, las operaciones en Perú y Colombia ya representan un 34,9% de los ingresos de **Ripley Corp** (ver Ilustración 1), guarismo superior al 33,3% registrado en el año anterior y al 31,8% registrado durante 2012.

Esta situación es positiva desde el punto de vista de la desconcentración, en tanto implica disminuir la menor exposición a un país (Chile), pero en contrapartida se debe tener en cuenta que Perú presenta una situación política-económica menos consolidada que la chilena, con un grado de desarrollo económico menos avanzado.

Ilustración 1  
**Ripley Corp**  
**Distribución Ingresos Actividades Ordinarias 2012-2014**  
 (previo a ajustes por consolidación)



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

### **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 Ltda., Comercial Eccsa S.A., CAR S.A. y Ripley Store Ltda.

Aspectos de marcada relevancia 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.

### **Área retail**

Opera las tiendas por departamento de la cadena. A marzo de 2015 sumaba 43 puntos de venta activos (17 en Santiago y 20 en regiones), con una superficie total de ventas de 276.080 m<sup>2</sup>. Comercial Eccsa S.A. es la filial encargada de realizar las compras para las tiendas del *holding*.

La Ilustración 2 presenta la variación real en el *Same Store Sales* (SSS) en las tiendas por departamento de Chile. Se aprecia que en las últimas observaciones este indicador ha

presentado un comportamiento más débil, dado el menor dinamismo de la demanda agregada en nuestro país.

Ilustración 2  
**Same Store Sales - Chile**  
 (variación porcentual anual)



### Área inmobiliaria

Se dedica a la inversión en la construcción y desarrollo de centros comerciales. A través de Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A (cuya propiedad comparte en forma igualitaria con Cencosud y Parque Arauco), participa en la propiedad de Mall Marina Arauco en Viña del Mar (33,3%) y Mall Curicó (33,3%).

Adicionalmente, desde enero de 2009 Ripley Chile es dueño de un 22,5% de la sociedad Nuevos Desarrollos S.A., propietaria de cinco centros comerciales (Mall Plaza Alameda, Mall Plaza Sur, Mall Plaza Bio Bio, Mall Las Américas<sup>10</sup> y Mall Plaza Egaña), de otros tres terrenos ubicados en La Reina y Los Dominicos, y de una concesión en Valparaíso. El resto de la propiedad de esta sociedad corresponde a Mall Plaza, empresa controlada por SACI Falabella.

Cabe señalar que los ingresos por participación en asociadas inmobiliarias representaron un 1,1% de los ingresos consolidados de la emisora en 2014.

<sup>10</sup> Donde es dueña del 21% de la propiedad.

En el rubro de los centros comerciales existen otros tres actores importantes. El líder del sector es Mall Plaza, cuya propiedad pertenece en un 64,5% a Falabella y tiene 19 centros comerciales, siete de los cuales se ubican en la Región Metropolitana. El segundo actor es Cencosud, que cuenta con nueve 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.

### **Área financiera**

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

#### **- Banco Ripley Chile**

Banco Ripley S.A. (Chile) es una filial indirecta, que, como se dijo, ha pasado a ser controlada por 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.

Durante 2014 la utilidad del Banco Ripley Chile creció en más de 54% respecto a 2013, alcanzando los \$ 48.594 millones, explicado fundamentalmente el incremento de ingresos de 16,3% que superó la tasa de expansión de los costos y gastos.

#### **- 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 financiamiento con terceros a través de Banco Ripley Chile. Además, CAR tiene una cartera con la cual va obteniendo recursos para su propia operación, además de los préstamos señalados.

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 10.500 comercios afiliados, lo

que permite el uso de la tarjeta en más de cien mil terminales de establecimientos y puntos de venta asociados. Además, se comenzó a emitir la tarjeta Ripley Mastercard, que permite acceder a toda la red de Transbank y ser utilizada en el extranjero. Además, el nuevo sistema tecnológico, permite realizar operaciones de *revolving* de la deuda, operación no soportada por la Tarjeta Ripley tradicional. Con esto Ripley Chile busca incrementar la utilización de su tarjeta, tanto dentro como fuera de sus tiendas.

#### **- Sociedad de Cobranzas Payback S.A.**

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

#### **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.

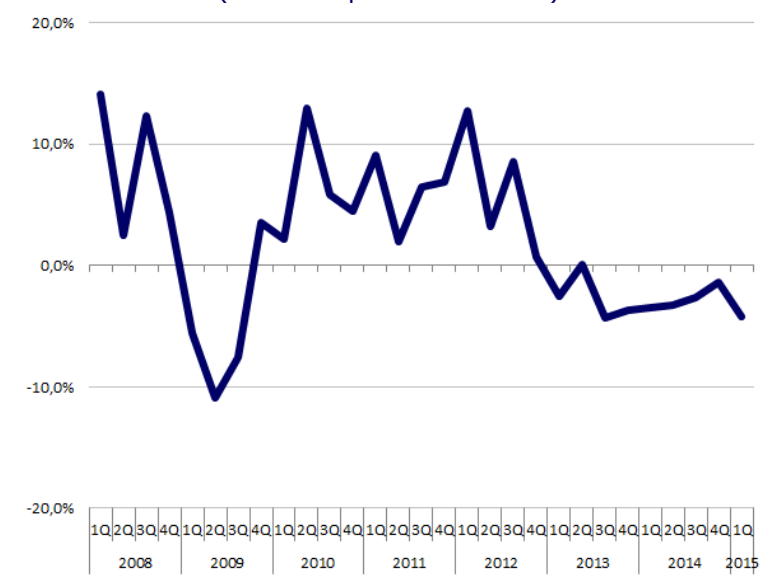
Por otro lado, Ripley Internacional S.A. controla la subsidiaria directa Ripley Colombia Inversiones S.A. y las subsidiarias indirectas Ripley Colombia Tiendas por Departamento S.A.S., Ripley Colombia Servicios y Cobranzas S.A.S., Ripley Colombia Agencia de Seguros Ltda. y Ripley Compañía de Financiamiento S.A, dedicadas al negocio *retail* financiero en Colombia.

#### **Tiendas por departamento en Perú**

En Perú, Ripley cuenta con 27 tiendas por departamento de formato similar a las que operan en Chile, catorce de ellas ubicadas en Lima, con un total de superficie de ventas de casi 168 mil m<sup>2</sup>. Ripley tiene una participación de aproximadamente 42% 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 3 presenta la variación nominal de las ventas *retail* para distintos períodos en las tiendas por departamento de Perú (medidos en soles peruanos). Se aprecia una caída en las ventas de tiendas comparables. Sin embargo, la apertura de dos tiendas desde el mismo trimestre del año anterior, permitió que los ingresos por *retail* exhibieran una tasa de crecimiento positiva en el período.

Ilustración 3  
**Same Store Sales - Perú**  
 (Variación porcentual anual)



### Tiendas por departamento en Colombia

Las operaciones en Colombia disponen de seis tiendas y más de 20 mil m2 de superficie de ventas; durante abril del 2013 se inauguraron las primeras tres tiendas en Colombia, localizadas en las ciudades de Bucaramanga, Bogotá (Calima y Centro Mayor). Durante el año pasado se inauguró la tienda de Neiva.

### Banco Ripley Perú S.A.

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

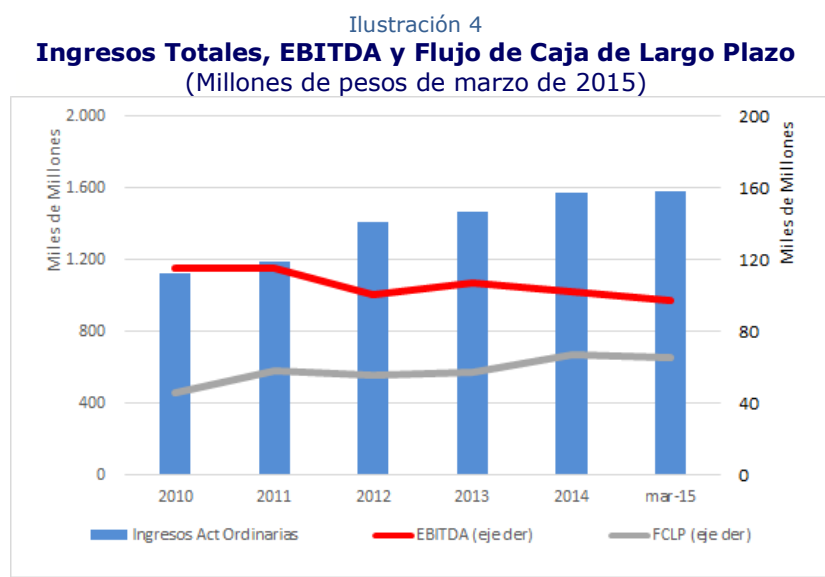
Durante el año 2014, sus ingresos financieros crecieron un 14,3% respecto a, explicado por un incremento de XX en los ingresos por comisiones, en tanto que los ingresos por intereses se mantuvieron constantes. Los gastos, en tanto, aumentaron en más de 28%. Como resultado de lo anterior, la ganancia se expandió en 4,4% en el período, totalizando \$ 19.632 millones.

## Análisis financiero

### Evolución de los ingresos y el EBITDA<sup>11</sup>

Los ingresos consolidados de **Ripley Corp**, expresados en pesos de marzo de 2015, se han situado en un nivel de \$1.582.934 millones durante el año móvil finalizado en marzo de 2015, registrando un crecimiento real de 6,2% respecto al mismo período del año anterior. EL EBITDA consolidado alcanzó \$ 97.297 millones, lo que significa una caída de 7,7% respecto del año móvil terminado en marzo de 2014, representando de esta manera un 6,1% de los ingresos exhibidos por la emisora en el año móvil a marzo de 2015.

La Ilustración 4 muestra los Ingresos por Actividades Ordinarias de la compañía, así como el EBITDA y el Flujo de Caja de Largo Plazo FCLP<sup>12</sup>.



### Endeudamiento y liquidez

Luego de la caída en la rentabilidad anual de los activos, asociado a la disminución del dinamismo económico como consecuencia de la crisis de 2009, este indicador, incorporado en el

<sup>11</sup> Las cifras presentadas han sido corregidas a pesos de marzo de 2015. Para los años móviles se usan las cifras de flujos de los cuatro últimos trimestres a la fecha presentada, corrigiendo cada trimestre a pesos de marzo de 2014.

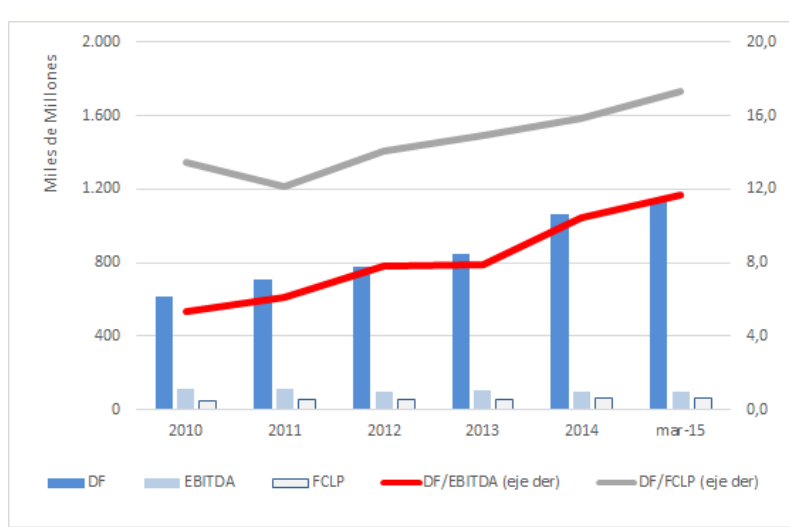
<sup>12</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

cálculo del FCLP, presentó una trayectoria creciente hasta mediados de 2011. Con posterioridad, este índice de rentabilidad ha presentado nuevamente una baja, implicando, de esta manera, una disminución de la rentabilidad de largo plazo (según metodología de **Humphreys**). Consecuentemente, el FCLP ha comenzado a mostrar una estabilización, conforme a la caída de la rentabilidad de largo plazo, tal como se observa en la Ilustración 5. De esta manera, la razón endeudamiento relativo  $DF^{13}/FCLP$  se incrementa a valores superiores a 17 veces. Por su parte, el indicador  $DF/EBITDA$  supera ya las once veces.

No obstante, cabe señalar que este incremento de los pasivos financieros 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), el ratio  $DF/FCLP$  se reduce a 7,8.

Más aún, con fecha 13 de julio de 2015, posterior al cierre estadístico del presente informe, el emisor rescató la totalidad de los bonos de la serie C, lo cual reducirá el nivel de deuda financiera de **Ripley Corp.**

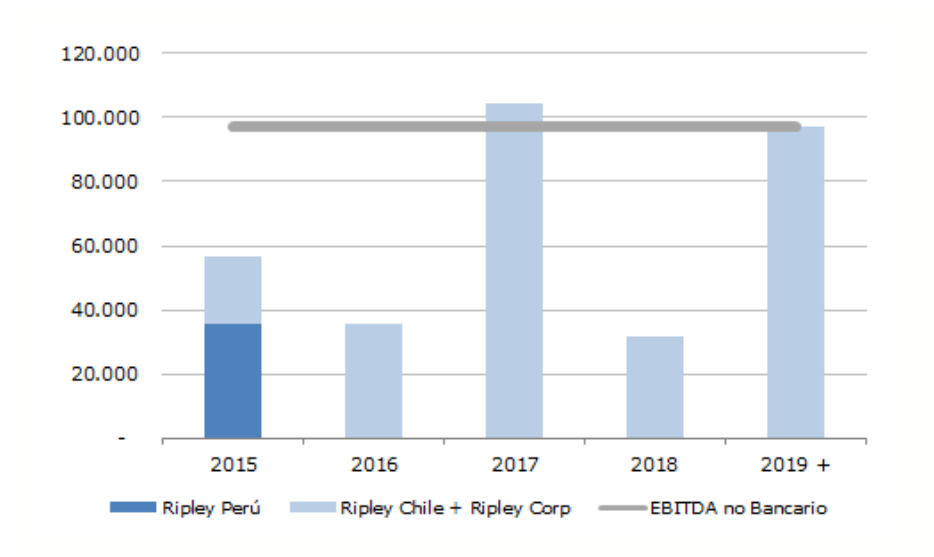
Ilustración 5  
**Deuda Financiera, Ebitda, FCLP DF/EBITDA, DF/FCLP**  
 (millones de pesos de junio de 2013 y número de veces)



<sup>13</sup> Deuda Financiera definida como otros pasivos corrientes + otros pasivos no corrientes + cuentas por pagar a entidades relacionadas.

La deuda financiera del segmento no bancario presenta un perfil de vencimiento con algún grado de estrechez durante 2017, como puede apreciarse en la Ilustración 6, al compararlo con el EBITDA del segmento no bancario, pero se estima que se trata de un descalce susceptible de refinanciarse.

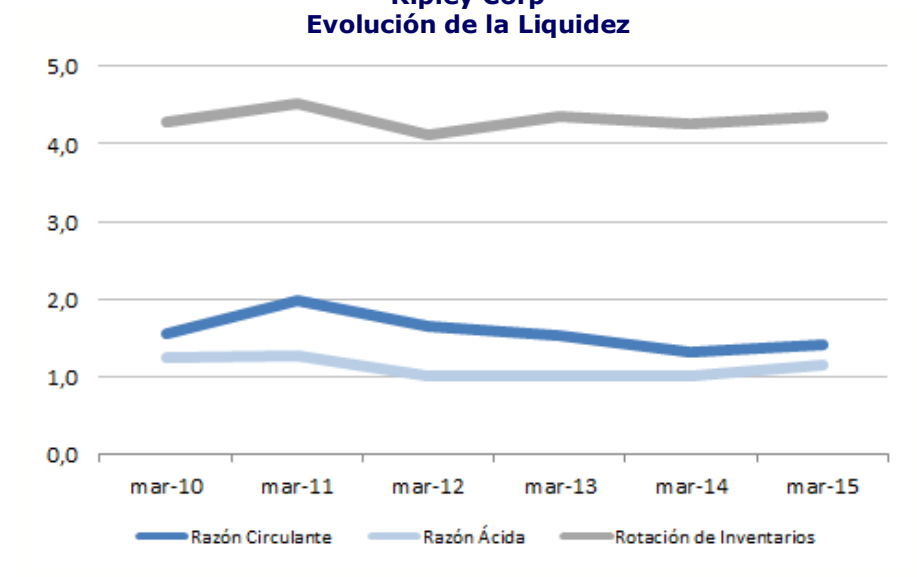
Ilustración 6  
**Ripley Corp - Perfil de Vencimientos de filiales no Bancarias**  
 (Millones de Pesos)



La liquidez de la compañía<sup>14</sup> ha mostrado niveles adecuados 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 circulante se ha situado en marzo en un nivel de 1,42 veces, mientras que la rotación de inventarios se ha situado consistentemente en niveles superiores a 4 veces (ver Ilustración 7).

<sup>14</sup> Razón circulante = Activos corrientes / Pasivos corrientes.  
 Razón ácida = (Activos corrientes – Existencias – Gastos pagados por anticipado) / Pasivos Corrientes.  
 Rotación de inventarios = (Costo de Explotación – Depreciación del Ejercicio) / Inventarios Promedio.

Ilustración 7  
**Ripley Corp**  
**Evolución de la Liquidez**



## Evolución de la rentabilidad<sup>15</sup>

Luego de la recuperación de los indicadores de rentabilidad a partir de 2011, estos índices han mostrado una tendencia declinante, en especial la rentabilidad operacional (ver Ilustración 8). Lo anterior, según lo señalado por la administración, responde a que los mejores resultados obtenidos tanto en Chile como en Perú, se han visto morigerados por el incremento en las pérdidas de las operaciones en Colombia, debido a la aún baja escala de operaciones.

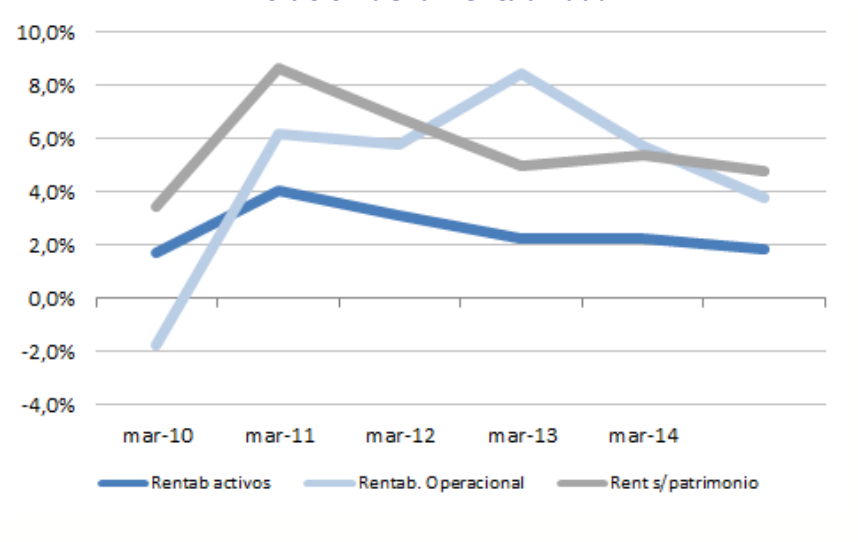
<sup>15</sup> Las rentabilidades han sido calculadas con flujos móviles.

Rentabilidad sobre patrimonio = Utilidad del Ejercicio / (Patrimonio Promedio);

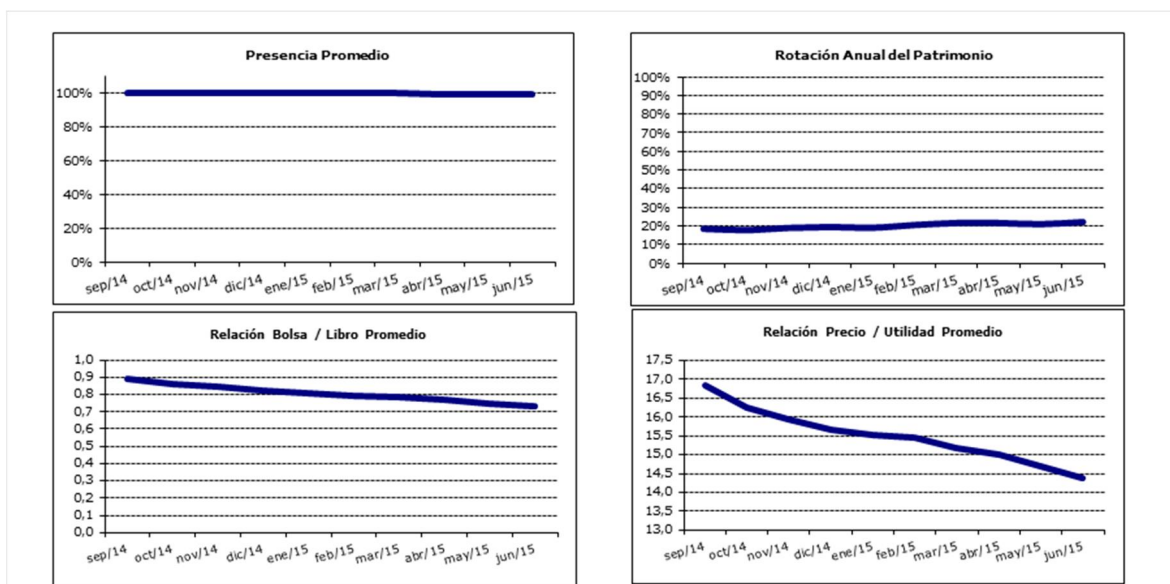
Rentabilidad operacional activos = Resultado Operacional / (Activos promedio netos de activos en ejecución);

Rentabilidad total del activo = Utilidad / (Activos Promedio).

Ilustración 8  
**Ripley Corp**  
**Evolución de la Rentabilidad**



## Acciones



A junio de 2015 la presencia promedio de las acciones de la sociedad en los pasados doce meses alcanzaba al 100%, congruente con la clasificación asignada de “Primera Clase Nivel 1”.

## Instrumentos de deuda

Actualmente **Ripley Corp** tiene los siguientes bonos y efectos de comercio en el mercado:

### - Líneas de bonos sin colocaciones vigentes

- N° y fecha de inscripción: 451 del 08/02/2006
- Plazo de la línea: 10 años
  
- N° y fecha de inscripción: 452 del 08/02/2006
- Plazo de la línea: 21 años
  
- N° y fecha de inscripción: 728 del 25/09/2012
- Plazo de la línea: 10 años
  
- N° y fecha de inscripción: 729 del 25/09/2012
- Plazo de la línea: 30 años

### - Líneas de efectos de comercio sin colocaciones vigentes

- N° y fecha de inscripción: 057 del 24/04/2009
- Plazo de la línea: 10 años
  
- N° y fecha de inscripción: 058 del 24/04/2009
- Plazo de la línea: 10 años

## Covenants financieros:

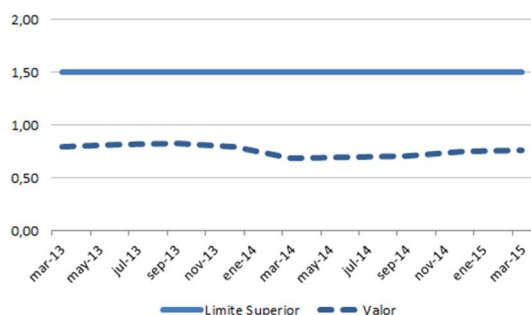
Los bonos de la empresa cuentan con los siguientes resguardos financieros:<sup>16</sup>

- Mantener los ingresos provenientes de las áreas de negocio de ventas al detalle, administración de centros comerciales y evaluación, otorgamiento y administración de créditos, al menos de un 70% de los ingresos totales consolidados del emisor. Al 31 de marzo de 2015 los ingresos provenientes de dichas áreas del negocio son el 100% de los ingresos totales.
  
- Mantener al final de cada trimestre un nivel de endeudamiento a nivel consolidado en que la relación Total Pasivo Exigible dividido por el Total Patrimonio no sea superior a 1,5 veces. Al 31 de marzo de 2015 este indicador alcanzaba 0,76 veces.

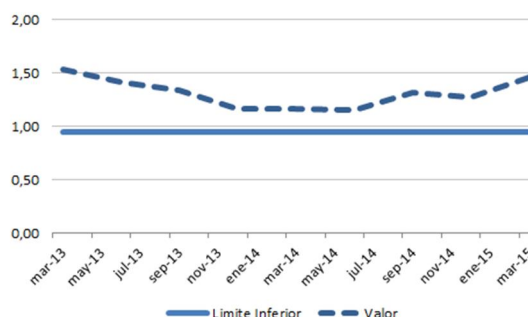
<sup>16</sup> Como se señaló anteriormente, con posterioridad al cierre estadístico del presente informe, el emisor prepagó los bonos serie C, y no existiría deuda por concepto de este tipo de instrumentos.

- Mantener al final de cada trimestre un índice de liquidez a nivel consolidado mayor que 0,95 veces, definido como Total Activos Circulantes dividido por Total Pasivos Circulantes. Al 31 de marzo de 2015 este indicador alcanzaba 1,46 veces.

**Ilustración 9**  
**Covenant**  
**Endeudamiento consolidado/Pasivo Exigible**



**Ilustración 10**  
**Covenant**  
**Liquidez**



*"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."*