



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

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

## Ripley Chile S.A.

Agosto 2015

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA-
Tendencia	Estable
Estados financieros	31 de marzo de 2015
Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de Bonos Serie E Serie F	Nº 543 de 07.08.2008 Tercera emisión Tercera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
Miles de pesos	2011	2012	2013	2014	Ene-Mar 2014	Ene-Mar 2015
Ingresos totales	782.617.027	830.915.266	918.718.557	1.006.346.718	216.086.492	226.995.859
Costo de ventas <sup>1</sup>	-489.008.067	-529.710.922	-557.768.318	-618.292.431	-132.244.113	-145.400.354
Gastos de distribución y administración	-252.130.844	-263.674.973	-305.046.633	-331.040.735	-76.452.130	-78.329.174
<b>Resultado operacional</b>	<b>41.478.116</b>	<b>37.529.371</b>	<b>55.903.606</b>	<b>57.013.552</b>	<b>7.390.249</b>	<b>3.266.331</b>
Costos financieros	-10.695.623	-14.904.308	-14.476.400	-8.768.088	-3.024.483	-1.220.965
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>41.205.225</b>	<b>26.254.120</b>	<b>50.661.073</b>	<b>57.304.580</b>	<b>7.659.927</b>	<b>2.961.893</b>
EBITDA <sup>2</sup>	65.298.568	58.637.659	79.902.803	82.136.099	13.574.413	9.478.887

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

<sup>2</sup> EBITDA bajo IFRS = 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	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13	31-dic-14	31-mar-15
Activos corrientes	410.081.427	599.281.557	642.124.001	777.347.293	760.572.548
Activos no corrientes	546.519.094	712.559.522	750.014.531	768.612.282	762.526.399
<b>Total activos</b>	<b>956.600.521</b>	<b>1.311.841.079</b>	<b>1.392.138.532</b>	<b>1.545.959.575</b>	<b>1.523.098.947</b>
Pasivos corrientes	181.776.712	269.843.523	439.266.238	468.875.929	463.681.601
Pasivos no corrientes	218.874.275	441.974.640	311.145.712	392.679.949	370.136.362
<b>Total pasivos</b>	<b>400.650.987</b>	<b>711.818.163</b>	<b>750.411.950</b>	<b>861.555.878</b>	<b>833.817.963</b>
Patrimonio	555.949.534	600.022.916	641.726.582	684.403.697	689.280.984
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>956.600.521</b>	<b>1.311.841.079</b>	<b>1.392.138.532</b>	<b>1.545.959.575</b>	<b>1.523.098.947</b>
Deuda financiera	228.372.580	499.895.348	517.220.513	641.981.337	638.542.663

## Opinión

### Fundamento 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 2014 la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 1.658 millones y un EBITDA de US\$ 135 millones. Mientras, al 31 de marzo de 2014 alcanzaba cuentas por cobrar por colocaciones de crédito (corrientes y no corrientes) por US\$ 1.114 millones y su deuda financiera, incluyendo la deuda de las filiales bancarias, alcanza a US\$1.019 millones.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Si se excluye la deuda con empresas relacionadas, la deuda financiera con terceros alcanza a US\$791 millones).

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 empresa y facilita el comportamiento estadísticamente normal de su cartera de deudores. Asimismo, se considera positivamente la metodología de asignación de líneas crédito utilizada por la empresa, más allá de un aumento transitorio en la morosidad, así como su política de provisión de las cuentas por cobrar que reconoce anticipadamente las pérdidas esperadas de la cartera crediticia. Además la incorporación del Banco Ripley a fines de 2013, permite 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 a las prácticas de control ejercidas por la entidad.

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. A modo de comparación, a marzo de 2015 la relación entre cartera de colocaciones asociadas al segmento de retail (neta de provisiones) a deuda financiera no bancaria era de 3,71 veces, y de 5,47 veces si se excluye la deuda con empresas relacionadas. Aun cuando estos indicadores son superiores a los registrados cuando Ripley Chile no incorporaba las operaciones del Banco Ripley, los guarismos muestran la solidez de la compañía para apoyar su crecimiento, incluso con mayores niveles de endeudamiento.

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda son la adecuada cobertura de ventas y la amplia red de proveedores con que cuenta el negocio de *retail*.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra limitada 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 por los efectos de los períodos de baja económica sobre las ventas y sobre su cartera de crédito, 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, en particular en el capital de trabajo para sostener el negocio crediticio.

Adicionalmente, la clasificación de riesgo incorpora el riesgo de una caída abrupta en las ventas de locales específicos, el riesgo implícito del negocio financiero (crediticio, de mercado y operativo) y la exposición al tipo cambio por la relevancia de las importaciones de productos.

Asimismo, se tiene consciencia que los distintos cambios a la normativa pueden afectar la rentabilidad del negocio financiero. En efecto, nuevas restricciones a la Tasa Máxima Convencional (TMC), así como las regulaciones a los bancos, podrían afectar negativamente el segmento de negocios financiero de la compañía.

La perspectiva de la 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.

Asimismo, 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.

Finalmente, es importante agregar que para la asignación de la categoría de riesgo se ha tenido en cuenta el perfil de pago de la deuda, la cual implica que el máximo vencimiento anual de la deuda no bancaria representa del orden del 14,5% del EBITDA no Bancario del año 2014.

## Resumen Fundamentos 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 2014

El año pasado los ingresos de **Ripley Chile** llegaron a \$ 1.006.347 millones, con un incremento de 9,5% respecto de 2013, explicado principalmente por el aumento de las ventas del negocio bancario de 16,3%. El costo de ventas del período, por su parte, aumentó en 10,9% (a \$ 618.292 millones), lo que significó un incremento del margen bruto de 7,5%, pasando de representar un 39,3% en 2013, a un 38,6% en 2014.

La compañía se ha enfocado en obtener una mayor rentabilidad, lo que incluye rediseño de tiendas, adaptación de las líneas de productos y mejoramiento de la relación precio/calidad de los productos, incorporando marcas exclusivas y disminuyendo el número de liquidaciones.

Además, como se mencionó anteriormente, durante 2013 se procedió a la incorporación del Banco Ripley al segmento bancario de Ripley Chile, lo cual, en conjunto con la emisión de la tarjeta Mastercard, potencia el negocio financiero, ofreciendo un producto de mayor valor para el usuario.

El total de costos de distribución y gastos de administración alcanzó a \$ 331.041 millones, con un incremento de 8,5%. De esta manera, el resultado operacional de 2014 alcanzó \$ 57.014 millones, lo que significa un aumento de 2% respecto a lo registrado en 2013, explicado principalmente por la expansión de más de 30% del resultado operacional del segmento bancario, en tanto que el originado en el segmento *retail* se contrajo más de 10%. Como consecuencia, el EBITDA llegó a \$ 82.136 millones (\$ 93.505 millones si se incluyen las ganancias de negocios conjuntos, principalmente la participación en centros comerciales). La empresa registró una ganancia de \$ 57.305 millones en 2014, esto es, un incremento de 13,1% respecto al guarismo exhibido en 2013.

### Resultados primer trimestre 2015

Durante el primer trimestre de 2015 los ingresos totales se incrementaron en 5,0%, lo cual, en conjunto con una expansión de 9,9% en el costo de ventas (explicado principalmente por el incremento en los costos del negocio bancario, dado su mayor riesgo por la migración a la tarjeta Mastercard), conllevando a una caída de 2,7% en el margen bruto, comparado con igual período de 2014. De esta manera, la utilidad en el período se redujo en un 61,3%, producto de menores resultados en los segmentos Retail y Bancario, que no pudieron ser compensados por el mejor resultado del segmento inmobiliario.

## 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 26% 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.

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 un millón de tarjetas con saldo al primer trimestre de 2015 y deuda promedio de aproximadamente \$ 370 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, con lo cual es capaz de diseñar y ofrecer productos específicos, acotando 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, a quienes se les podrá ofrecer la tarjeta de crédito Mastercard, bajo la modalidad de *revolving*, constituye una oportunidad para la emisora, al fomentar el uso de este instrumento.

**Adecuada cobertura de ventas:** La cantidad de locales comerciales con que cuenta **Ripley Chile** y la cobertura territorial de los mismos disminuyen en términos comparativos los efectos negativos de eventuales bajas en los niveles de actividad de determinados puntos de venta, y de la merma de actividad en determinadas regiones. En la actualidad, la empresa tiene 43 tiendas, de las cuales 17 están ubicadas en la Región Metropolitana, mientras que las restantes se encuentran distribuidas en las 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 la necesidad de 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 en la necesidad de aumentar su cobertura geográfica y de sus tarjetas de crédito, lo que implica inversiones en nuevos puntos de ventas, en mayores inventarios, en financiamiento de mayores volúmenes de cuentas por cobrar y en mejoramiento continuo de la administración de aspectos logísticos.

**Intensificación del negocio crediticio:** El negocio crediticio representa un alto porcentaje de los ingresos de la compañía (más de un 25% de los ingresos [antes de consolidación] fueron generados en el segmento bancario durante 2014), 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, riesgo que se ha intensificado luego de la incorporación del Banco Ripley a **Ripley Chile**. Este riesgo 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. Con todo, según lo informado por la emisora, ya se habrían tomado los resguardos necesarios para revertir esta tendencia. 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, y el ajuste realizado durante el último trienio, la estrategia de crecimiento enfocada en la tarjeta de crédito de la empresa requiere siempre una especial vigilancia, sobre todo si se incorporan segmentos demográficos y socio-económicos de mayor riesgo que el de la

cartera actual de la empresa. Más aún, la reducción de la Tasa Máxima Convencional (TMC) requeriría una adaptación del modelo de negocio bancario. No obstante, se reconoce que los *retailers* pueden morigerar el impacto de este cambio sobre los resultados de las compañías, 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%, y que podría manifestarse en caso de profundizarse la actual crisis internacional, con sus consiguientes efectos sobre la economía chilena), 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**, cuyas oferta está compuesta por bienes durables (los más afectados en recesiones) y vestuario (que no pertenece 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, en la actualidad la tasa de pago se mantiene en torno a 13,7%.

**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, habiéndose incorporado la tienda de Costanera, en un área de Santiago donde Ripley previamente no tenía presencia.

**Contratos de arriendo:** Un porcentaje significativo de los locales de venta son arrendados a terceros (26 tiendas de un total de 43; correspondientes a aproximadamente un 80% de la superficie de venta). No obstante se reconoce que cinco tiendas están 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.

## Antecedentes generales

### Descripción del negocio

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, 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](http://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 31 de junio de 2015 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 INTENACIONAL 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 III Matriz Limitada e Inversiones Familiares Sociedad Colectiva Civil.

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

Cargo	Nombre
Presidente	Hernán Uribe Gabler
Director	Verónica Edwards Guzmán
Director	Felipe Lamarca Claro
Director	Sergio Hidalgo Herazo
Director	Laurence Golborne Riveros

## Distribución de ingresos

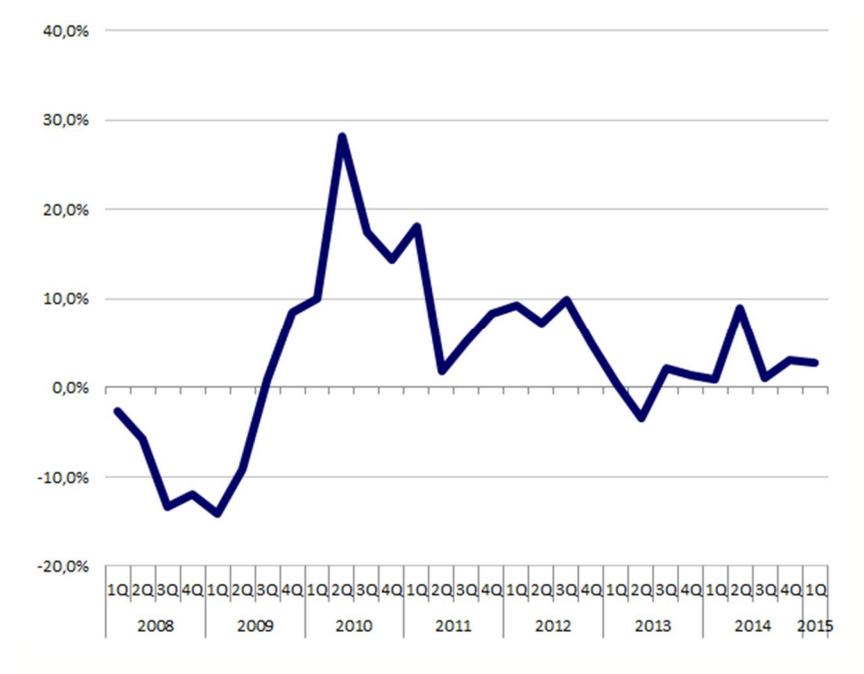
**Ripley Chile** es un *holding* empresarial que abarca tres áreas de negocios interrelacionadas y complementarias: *retail*, inmobiliario y financiero.

### Área *retail*

Opera las tiendas por departamento de la cadena. A marzo de 2015 sumaba 43 puntos de venta activos (17 en Santiago y 26 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 1 presenta la variación real en el *same store sales* (SSS)<sup>4</sup> 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 1  
Same Store Sales



<sup>4</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.

## Área inmobiliaria

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

Desde el 13 de 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>5</sup> y Mall Plaza Egaña), de otros tres terrenos ubicados en La Reina y Los Dominicos, y de una concesión en Valparaíso. El Mall de Los Dominicos El resto de la propiedad de esta sociedad corresponde a Mall Plaza, empresa controlada por SACI Falabella.

En tanto, el Mall de Los Dominicos ha experimentado diversas postergaciones, estimándose su apertura durante los primeros meses de 2017.

En el rubro de los centros comerciales existen otros tres actores importantes. El líder del sector es Mall Plaza (que actualmente canaliza las nuevas inversiones a través de Nuevos Desarrollos), 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 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.

---

<sup>5</sup> Donde es dueña del 21% de la propiedad.

#### - 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. Además, CAR tiene una cartera con la cual va obteniendo recursos para su propia operación, además de los préstamos señalados.

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

Está encargada de llevar a cabo las gestiones de cobranza a 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 10.500 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. 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.

## Proveedores

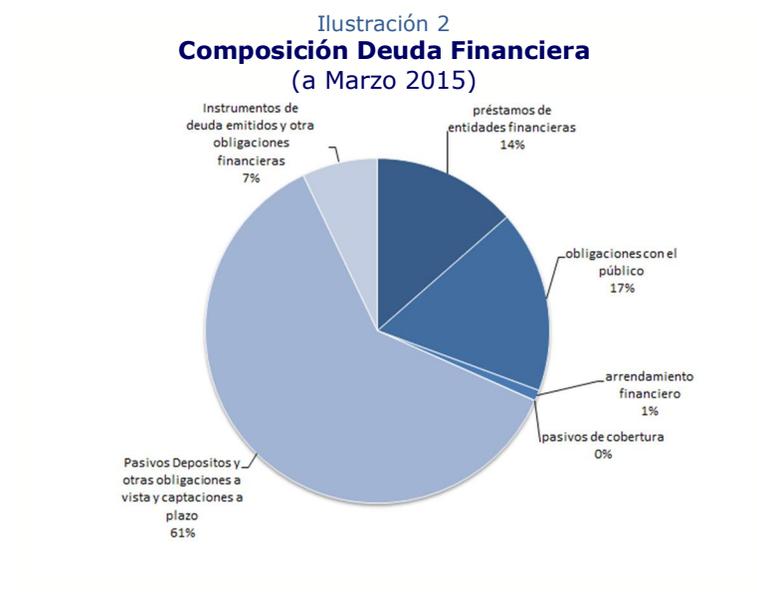
La empresa presenta una amplia gama de proveedores, tanto nacionales como extranjeros. Los nacionales básicamente están representados por productores, representantes e importadores de artículos para el hogar.

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

De acuerdo al estado de flujos de efectivo, en el ejercicio los pagos a proveedores por suministros de bienes y servicios alcanzaron los US\$ 1.655 millones, representando el 73,8% de los cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios (este guarismo alcanzó un 79,8% en el mismo período del año anterior).

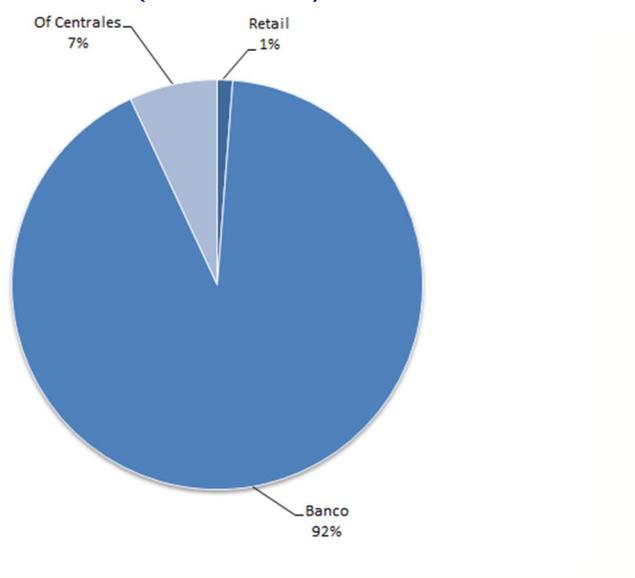
## Fuentes de financiamiento

Las principales fuentes de financiamiento de la empresa, además de su patrimonio, provienen del mercado de capitales y del sistema bancario. La deuda total (excluyendo la deuda con entidades relacionadas y cuentas por pagar) es de \$615 mil millones, de los cuales un 61% corresponde a deuda por depósitos y obligaciones a la vista y captaciones a plazo, un 14% a préstamos de instituciones financieras, un 17% a obligaciones con el público, un 7% a instrumentos de deuda emitidos y otras obligaciones financieras y 1% a operaciones de *leasing* (ver Ilustración 2).



La Ilustración 3 muestra la desagregación de la deuda financiera, de acuerdo al segmento de operación en que se encuentra asignada. Se aprecia que el banco concentra aproximadamente un 92% de los compromisos financieros de la compañía.

Ilustración 3  
**Composición Deuda Financiera**  
(a Marzo 2013)

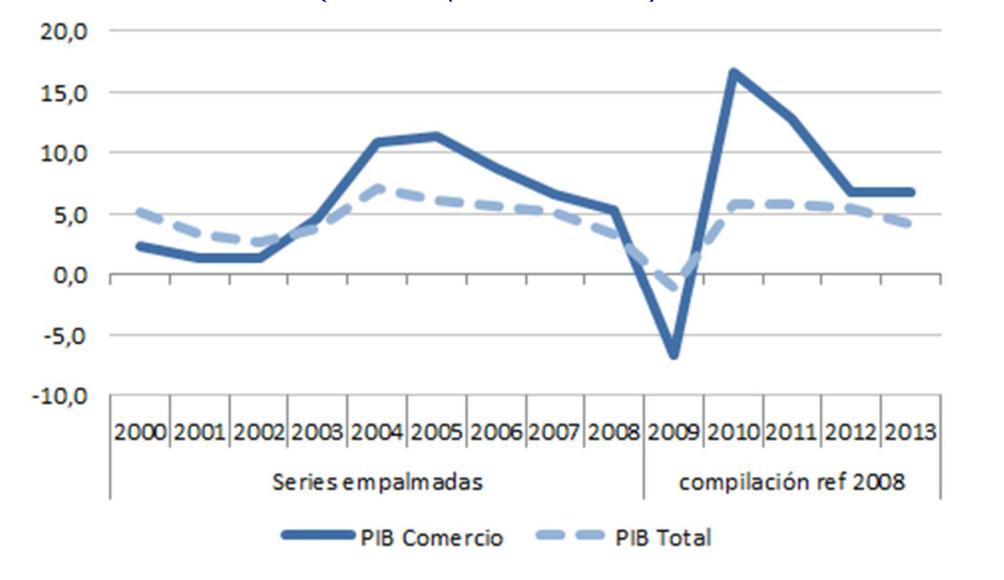


Además de lo anterior, la empresa tiene compromisos financieros con sus controladores, principalmente Ripley Corp, por un total de \$ 23.844 millones, que devengan una tasa de interés nominal de 7% anual en pesos, con vencimientos corrientes por \$ 556 millones, por lo cual la mayor parte de este compromiso se ubica en el largo plazo, incluso a más de diez años plazo.

## 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, dado que en Chile este sector se encuentra mayoritariamente en manos de grandes actores formales. A continuación, en la Ilustración 4 se presentan las tasas de variación porcentual anual del Comercio y del PIB Total del país:

Ilustración 4  
**PIB Total y PIB Comercio**  
 (Variación porcentual anual)



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

## Análisis financieros

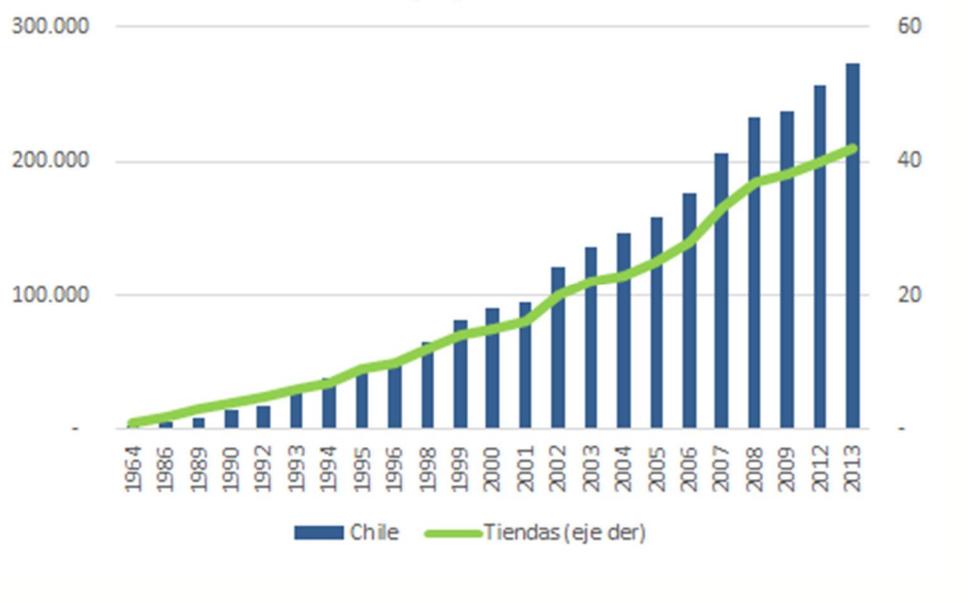
### Evolución de ingresos, EBITDA y cartera de colocaciones<sup>6</sup>

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 entre el primer trimestre de 2011 y marzo 2015 crecieron a una tasa promedio anual de 7,2%.

El número total de tiendas de **Ripley Chile** alcanza a 43, luego de una pausa en los años 2008-2010, para hacer frente a la crisis *subprime*, como se aprecia en la Ilustración 5.

<sup>6</sup> Las cifras presentadas han sido corregidas a pesos de marzo de 2014. 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.

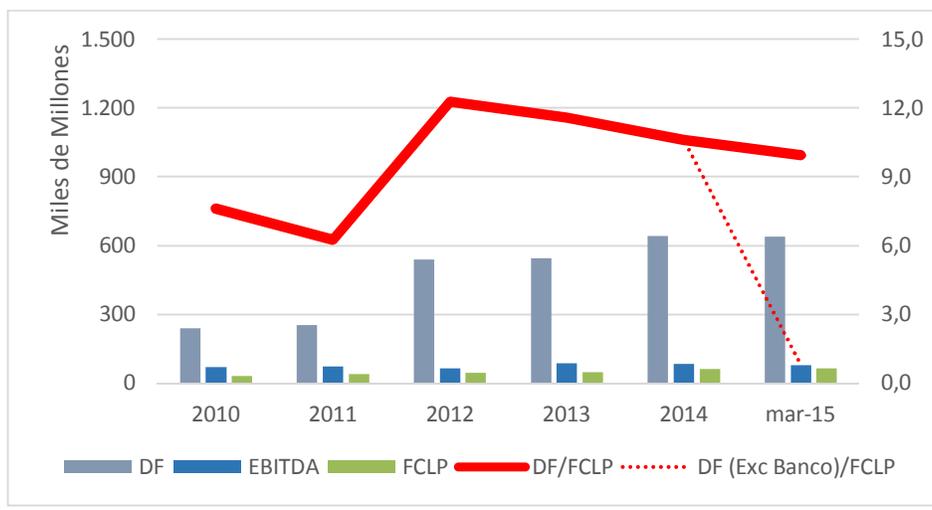
Ilustración 5  
**Evolución Número de Tiendas y Superficie de Ventas  
 Ripley Chile**



La Ilustración 6 muestra la deuda financiera de la compañía, así como el EBITDA y el Flujo de Caja de Largo Plazo FCLP<sup>7</sup>, y la relación Deuda Financiera/FCLP. Se aprecia que este último indicador se incrementó a valores superiores a 12 en diciembre de 2012, pero se ha reducido a niveles inferiores a 10 en el primer trimestre de 2015. 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 se reduce a niveles inferiores a 0,8.

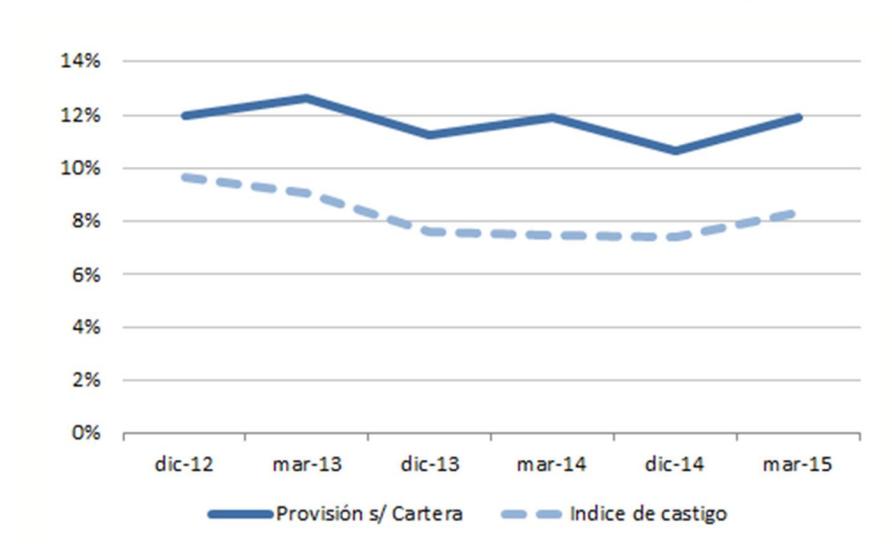
<sup>7</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 6  
**Deuda Financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo, DF/FCLP y**  
 (Millones de pesos de marzo de 2015 y porcentajes)



La cartera bruta de colocaciones de la Tarjeta Ripley se sitúa en torno a los \$481 mil millones en marzo de 2015. La Ilustración 7 muestra que las provisiones como los castigos muestran un incremento hacia el primer trimestre de 2015. De acuerdo a lo señalado por la emisora, esto se debería a errores en la implementación de la apertura de la tarjeta, para lo cual, sin embargo, ya se habrían tomado las medidas correctivas.

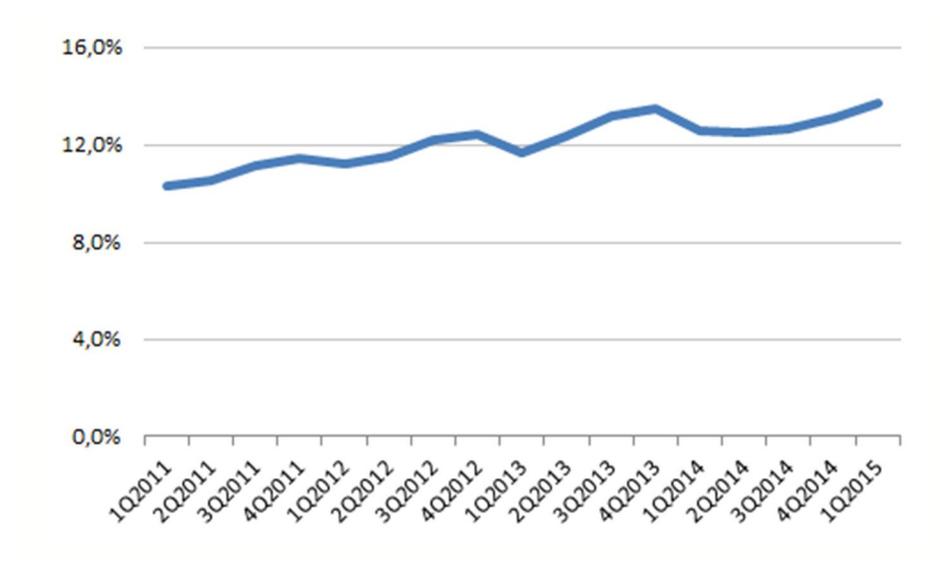
Ilustración 7  
**Provisiones sobre Cartera e Índice de Castigo**



## Tasa de pago<sup>8</sup>

La Ilustración 8 muestra la tasa de pago que exhibe la operación de las Tarjetas Ripley Chile para el período 2011-2015 Q1. Se aprecia una tendencia creciente, situándose en el último registro en un nivel de 13,7%.

Ilustración 8  
**Ripley Chile**  
**Tasa de Pago**



## Política 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 edad entre 25 y 75 años.

Por otro lado, para calcular las provisiones se aplica un modelo estadístico, el cual se basa en el comportamiento del cliente y las exposiciones crediticias asociadas al perfil del éste y al tipo de producto financiero.

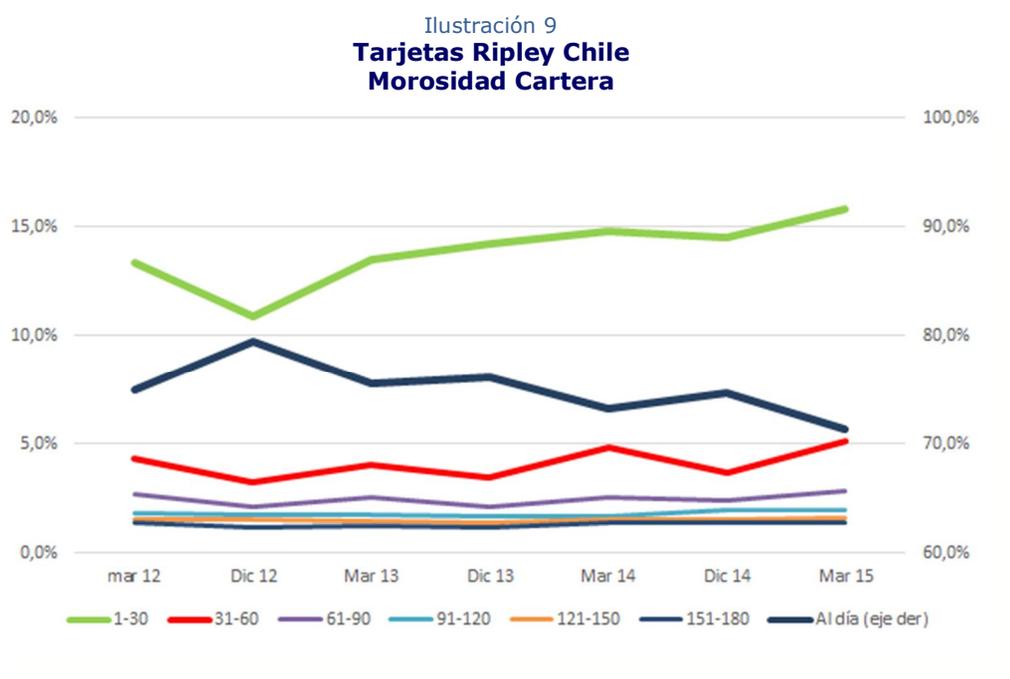
La suficiencia de la provisión por deterioro de la cartera, es monitoreada trimestralmente con el objeto de corroborar la cobertura sobre la cartera. Adicionalmente una empresa externa, experta

<sup>8</sup> Tasa de pago = Flujo de Cobranza / Cartera Bruta del período

e independiente<sup>9</sup>, efectúa una revisión de la ejecución, capacidad de predicción y suficiencia de la provisión sobre la cartera de colocaciones.

## Morosidad

La Ilustración 9 muestra la morosidad de la cartera bruta. Se aprecia que la cartera al día, aun cuando se mantiene por sobre el 70% de la cartera, muestra una tendencia decreciente, en tanto que la morosidad entre 1-30 días y 31-60 días presenta una tendencia creciente, que como ya se dijo, la administración señala que se debe a errores en la apertura de la tarjeta de crédito.

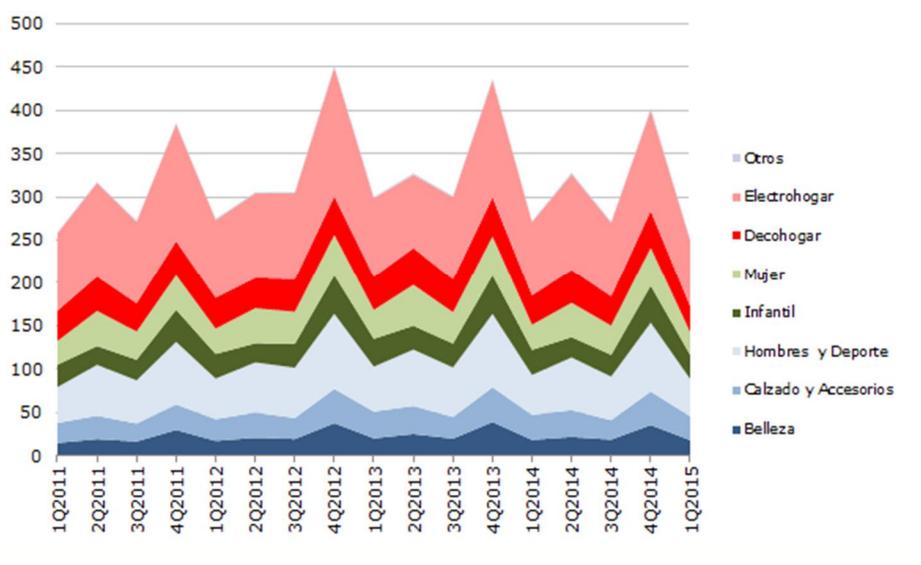


## Composición de ventas

El siguiente gráfico muestra la composición de las ventas de **Ripley Chile**. Se aprecia un patrón estacional, con un incremento de las ventas hacia el último trimestre de cada año. Se observa, además, la importancia de las ventas de electro-hogar dentro de las ventas totales.

<sup>9</sup> CL Group.

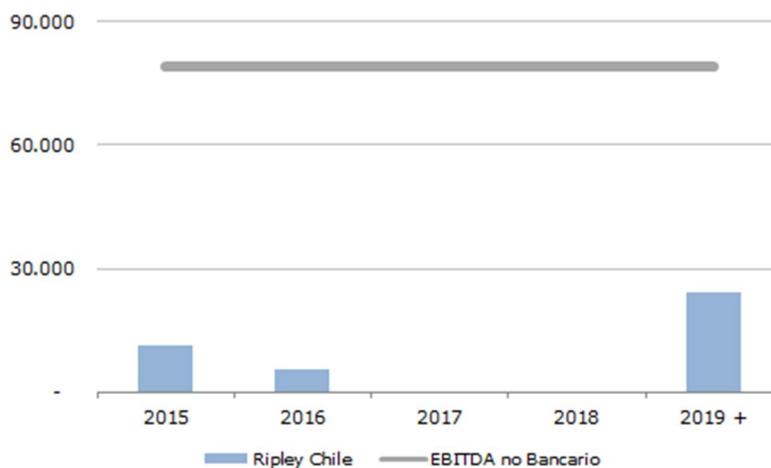
Ilustración 10  
**Ripley Chile**  
**Composición Ventas**  
Millones de dólares



## Perfil de vencimientos

La Ilustración 11 muestra el perfil de vencimientos del segmento no financiero de **Ripley Chile**, 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.

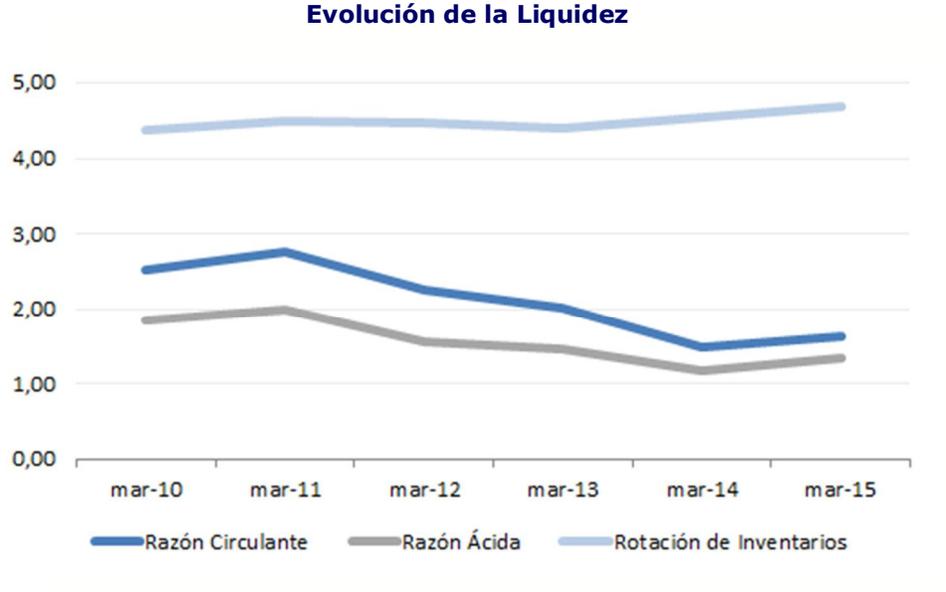
Ilustración 11  
**Perfil de Vencimientos Deuda Financiera y EBITDA no financiero**  
(Millones de Pesos)



## Evolución de la liquidez<sup>10</sup>

Como puede apreciarse en el siguiente gráfico, la rotación de inventarios se ha incrementado paulatinamente hasta valores cercanos a 4,7; mientras que las razones circulante y ácida han mostrado una tendencia decreciente, pero aún en niveles superiores a la unidad.

Ilustración 12  
**Ripley Chile**  
**Evolución de la Liquidez**



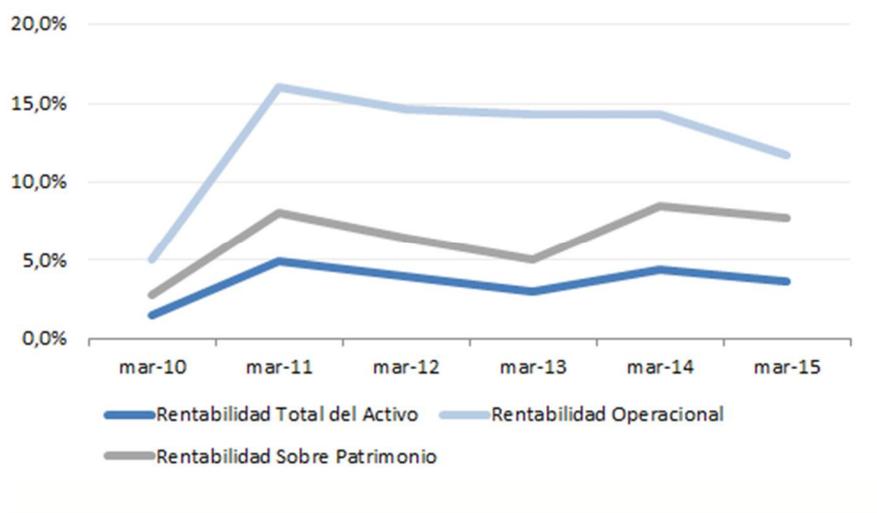
## Evolución de la rentabilidad<sup>11</sup>

Luego de la contracción de la actividad del comercio en 2009, los diversos índices de rentabilidad, del activo y del patrimonio, mostraron una recuperación en 2011, para posteriormente estabilizarse, exhibiendo, con todo, una leve caída en la más reciente observación, como muestra la Ilustración 13.

<sup>10</sup> Rotación de Inventarios = (Costo de Ventas - depreciación y amortización) / Inventarios promedio; Razón circulante = activos circulantes sobre pasivos circulantes; Razón ácida = (activos circulantes-existencias-gastos pagados por anticipado)/pasivos circulantes.

<sup>11</sup> Rentabilidad total del activo = Ganancia sobre activos totales (descontados aquellos en ejecución o construcción); Rentabilidad operacional = resultado operacional sobre activos promedio; Rentabilidad sobre patrimonio = Utilidad del ejercicio sobre patrimonio e interés minoritario promedio.

Ilustración 13  
**Ripley Chile**  
**Evolución de la Rentabilidad**



## Instrumentos de deuda

Actualmente **Ripley Chile** tiene los siguientes bonos en el mercado:

### - Línea de bonos

- Nº y fecha de inscripción: 543 del 07/08/2008
- Plazo de la línea: 30 años

### - Tercera Emisión (Serie E)

- Fecha colocación: Junio 2009
- Monto colocado: UF 1.000.000
- Tasa de carátula: 5,00%
- Vencimiento: Marzo 2030
- Valor par (Julio 2015): M\$ 25.257.154

### - Tercera Emisión (Serie F)

- Fecha colocación: Junio 2009
- Monto colocado: UF 2.000.000
- Tasa de carátula: 4,00%
- Vencimiento: Junio 2016
- Valor par (Julio 2015): M\$ 12.611.804

## **Covenants financieros:**

1.- Mantener a lo menos un 75% de los ingresos totales consolidados del emisor medidos trimestralmente sobre períodos retroactivos de doce meses, provenientes de las áreas de negocios de venta al detalle y/o administración de centros comerciales y/o evaluación, otorgamiento y administración de créditos.

- **Al 31 de marzo de 2015 los ingresos provenientes de dichas áreas representan el 100% de los ingresos de actividades ordinarias consolidadas.**

2.- Mantener un nivel de endeudamiento a nivel consolidado, medido y calculado trimestralmente, en que la relación Total Pasivo Exigible/Patrimonio Total no sea superior a 1,5 veces (excluyendo los pasivos de Banco Ripley).

- **Al 31 de marzo de 2015 la relación era de 0,35 veces.**

3.- Mantener al final de cada trimestre un patrimonio mínimo de M\$188.485.920.

- **Al 31 de marzo de 2015 el patrimonio era de M\$686.280.984.**

*"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."*