



**VALORACIÓN DE RIPLEY CORP S.A.  
MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS Y MÚLTIPLOS**

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**ALUMNO: CRISTÓBAL AGUILERA ALVIAL  
PROFESOR GUÍA: MAURICIO JARA BERTÍN**

**SANTIAGO, AGOSTO 2020**

## **AGRADECIMIENTOS**

*Primeramente, agradezco a la FEN de la Universidad de Chile por permitirme cumplir un sueño y por la formación que he adquirido en estos años gracias a sus profesores.*

*Agradezco a mis padres, Rosa y Mario, por el apoyo y el esfuerzo incondicional que han puesto en mi desarrollo. También doy gracias a mis hermanos, Fabián y Pablo, por guiarme cuando estaba perdido y enseñarme en este camino. Por último, y no menos importante, agradezco a Moonbelt por darme las fuerzas para seguir adelante y a mis familiares que estuvieron cerca creyendo en mí en que podía lograr este anhelo.*

# Índice

<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	<b>1</b>
<b>1. INTRODUCCIÓN</b>	<b>2</b>
<b>2. METODOLOGÍA</b>	<b>3</b>
2.1 MÉTODO DE VALORACIÓN POR FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS	3
2.2 MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	3
<b>3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA</b>	<b>4</b>
<b>3.1 RIPLEY CORP S.A.</b>	<b>4</b>
3.1.1 DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO	5
3.1.2 NEGOCIO DE RETAIL	6
3.1.3 NEGOCIO BANCARIO	6
3.1.4 NEGOCIO INMOBILIARIO	6
<b>3.2 INDUSTRIA Y COMPARABLES</b>	<b>6</b>
3.2.1 FALABELLA S.A.C.I	7
3.2.2 EL PUERTO DE LIVERPOOL S.A.	8
3.2.3 EMPRESAS HITES S.A.	9
<b>4. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA</b>	<b>10</b>
<b>4.1 BONOS RIPLEY CORP S.A.</b>	<b>10</b>
<b>5. ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL</b>	<b>11</b>
<b>5.1 DEUDA FINANCIERA</b>	<b>11</b>
<b>5.2 PATRIMONIO ECONÓMICO</b>	<b>11</b>
<b>5.3 ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO</b>	<b>12</b>
<b>6. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL</b>	<b>12</b>
<b>6.1 TASAS IMPOSITIVAS</b>	<b>12</b>
<b>6.2 BETA DE LA ACCIÓN</b>	<b>13</b>
<b>6.3 COSTO DE LA DEUDA</b>	<b>14</b>
<b>6.4 BETA DE LA DEUDA</b>	<b>14</b>
<b>6.5 BETA DE LA ACCIÓN AJUSTADO</b>	<b>15</b>
<b>6.6 BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA</b>	<b>15</b>
<b>6.7 BETA PATRIMONIAL CON DEUDA</b>	<b>15</b>
<b>6.8 COSTO PATRIMONIAL</b>	<b>16</b>
<b>6.5 COSTO DE CAPITAL</b>	<b>16</b>
<b>8. ANÁLISIS DE CRECIMIENTO</b>	<b>16</b>
<b>8.1 CRECIMIENTO DE LAS VENTAS A NIVEL DE LA FIRMA</b>	<b>16</b>
<b>8.2 CRECIMIENTO DE LAS VENTAS A NIVEL DE LA INDUSTRIA</b>	<b>18</b>
<b>8.3 PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO FUTURAS</b>	<b>18</b>
RETAIL CHILE Y PERÚ	19
RETAIL FINANCIERO CHILE Y PERÚ	20

SÍNTESIS	20
<b><u>9. ANÁLISIS DE CUENTAS OPERACIONALES Y NO OPERACIONALES DEL ESTADO DE RESULTADOS</u></b>	<b><u>21</u></b>
<b><u>10. ANÁLISIS CUENTAS OPERACIONALES Y NO OPERACIONALES DEL BALANCE GENERAL</u></b>	<b><u>23</u></b>
<b><u>11. PROYECCIÓN DEL EERR</u></b>	<b><u>26</u></b>
<b><u>12. AJUSTES Y FLUJOS DE CAJA LIBRES</u></b>	<b><u>27</u></b>
<b><u>13. VALORACIÓN DE RIPLEY CORP S.A POR FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS (DCF)</u></b>	<b><u>30</u></b>
<b><u>12. VALORACIÓN DE RIPLEY CORP S.A. POR MÚLTIPLOS</u></b>	<b><u>32</u></b>
<b><u>13. CONCLUSIONES</u></b>	<b><u>34</u></b>
<b><u>14. REFERENCIAS</u></b>	<b><u>35</u></b>
14.1 ONLINE	35
14.2 PUBLICACIONES RIPLEY CORP S.A.	35
14.3 ESTADOS FINANCIEROS	36
<b><u>15. ANEXOS</u></b>	<b><u>36</u></b>
ANEXO 1: ESTRUCTURA CORPORATIVA DE RIPLEY CORP S.A.	36
ANEXO 2: SEGMENTACIÓN GEOGRÁFICA Y DE NEGOCIOS DE RIPLEY Y EMPRESAS COMPARABLES	36
ANEXO 3: INGRESOS DE COMPARABLES EN RETAIL DE TIENDAS POR DEPARTAMENTOS	37
ANEXO 4: BALANCE GENERAL DE RIPLEY CORP S.A EN UF	38
ANEXO 5: ESTADO DE RESULTADOS DE RIPLEY CORP S.A. EN UF	39
ANEXO 6: INGRESOS DE RIPLEY POR SEGMENTOS	39
ANEXO 7: ESTIMACIONES MCO PARA EL BETA DE RIPLEY	40
ANEXO 8: BALANCE DE FALABELLA EN UF	42
ANEXO 9: ESTADO DE RESULTADOS DE FALABELLA EN UF	43
ANEXO 10: BALANCE DE EL PUERTO DE LIVERPOOL EN UF	44
ANEXO 11: ESTADO DE RESULTADOS DE EL PUERTO DE LIVERPOOL EN UF	45
ANEXO 12: BALANCE GENERAL DE HITES EN UF	46
ANEXO 13: ESTADO DE RESULTADOS DE HITES EN UF	47
ANEXO 14: TIPO DE CAMBIO UTILIZADO EN TRANSFORMACIONES	47

## Resumen Ejecutivo

Este informe proporciona un análisis global de Ripley Corp S.A. y una valoración de la compañía utilizando dos metodologías para valorar el precio de la acción de la compañía al 31 de diciembre de 2019. El informe describe las fuentes de financiamiento de la empresa, su estructura de capital, establece los parámetros para el cálculo del costo de capital y los supuestos para la valoración de la compañía. **Los métodos de valoración incluyen el Método de Flujos de Caja Descontados (DCF) y Método de Múltiplos.**

Ripley Corp SA (Ripley) es una empresa con sede en Chile dedicada principalmente a la operación de grandes almacenes. Las actividades de la Compañía se dividen en tres segmentos de negocio: minorista, bancario e inmobiliario. La división Retail es responsable de la gestión y operación de una cadena de grandes almacenes y centros comerciales bajo la marca Ripley en Chile y Perú. La división bancaria ofrece préstamos al consumidor, como tarjetas de crédito, depósitos a plazo, crédito hipotecario y otros servicios financieros. La división de Bienes Raíces se enfoca en el desarrollo, construcción y administración de centros comerciales.

En los últimos cinco años el rendimiento anual promedio de la acción de Ripley Corp S.A. ha sido negativo. A fines de diciembre de 2019, la compañía experimenta su mayor caída anual en un 42% respecto al año anterior, atribuido al “estallido social” en Chile que ha elevado la incertidumbre y volatilidad en los mercados sobre el crecimiento económico del país.

<b>Ripley Corp S.A.</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Precio	337.21	577.24	668.26	399.33	290.87	294
Variación %	-42%	-14%	67%	37%	-1%	-23%

Los precios estimados de la acción de Ripley Corp S.A al 31 de diciembre de 2019 según la **Valoración por Flujos de Caja Descontados y Múltiplos son de 376 CLP y 388 CLP por acción. El precio de cierre observado de la compañía a la misma fecha es de 337 CLP.** Los precios estimados son razonables, dado que los métodos DCF y Múltiplos tienen un error aproximado de un 20% y 40% respecto al valor real, respectivamente. Por lo tanto, los precios estimados incluyen al precio de mercado de Ripley al 31 de diciembre de 2019, entonces, la compañía estaría valorada a su valor justo y no parece una alternativa atractiva de inversión.

El precio a fines de 2019 incorpora el efecto “estallido social” y además, la estimación por Flujos de Caja que considera parámetros de largo plazo y supuestos conservadores de crecimiento, no valora a Ripley como una opción de compra atractiva. Por otro lado, la valoración por Múltiplos, tampoco indica una posibilidad de alza del precio de la acción de Ripley Corp S.A. El desempeño futuro de la firma se encontraría sujeto a un elevado nivel de incertidumbre dado el revuelo en el escenario político, económico y social en Chile y a la alta sensibilidad del sector retail al ciclo económico. Últimamente, los efectos del “estallido social” continúan afectando la actividad económica del país, y puesto que la industria del retail en Chile tampoco tiene grandes perspectivas de crecimiento, por la etapa de madurez en que se encuentra, entonces la acción de Ripley no parece una opción atractiva de compra a los precios del 31 de diciembre de 2019.

## 1. Introducción

La valoración de empresas, permite ayudar en la toma de decisiones de inversión, entendiendo la situación financiera de una compañía y sus perspectivas de crecimiento. Además, juega un papel importante para que los inversores encuentren el valor real de la empresa, ayudando en la comparación con otras empresas que tienen diferentes estructuras de capital.

El presente trabajo consiste en un informe de valoración de la empresa chilena Ripley Corp S.A. al 31 de diciembre de 2019. El trabajo se lleva a cabo utilizando dos metodologías de valoración populares en el mundo de las finanzas: Valoración por Flujos de Caja Descontados (DCF) y Valoración por Múltiplos. Además, el informe se realizó utilizando la información financiera anual de Ripley Corp S.A. y sus empresas comparables entre los años 2014 y 2019. El objetivo de la valoración de Ripley Corp S.A. es poder identificar el valor económico de la compañía al 31 de diciembre de 2019, haciendo uso de información financiera de la empresa y de la industria en la que opera y así poder entender si la firma se encuentra sobrevalorada o subvalorada respecto al valor bursátil a la fecha de valoración. En el proceso, se incorpora el efecto “estallido social” y perspectivas de crecimiento de la compañía, con el objetivo de encontrar el valor más adecuado del valor de Ripley Corp S.A. El informe se estructura como sigue a continuación. Primeramente, se explican cuáles son las metodologías de valoración que se utilizarán para valorar a Ripley Corp S.A. Después, se realiza una descripción detallada de la empresa y de los comparables de Ripley Corp S.A., los cuales se utilizarán como aproximaciones del desempeño de industria en el proceso de valoración por múltiplos.

Luego, se presenta la deuda financiera de la compañía para entender el tipo de endeudamiento y los costos de emisión de la compañía. A continuación, se obtiene un parámetro relevante en la obtención del costo de capital correspondiente a la estructura de capital objetivo de largo plazo de Ripley Corp S.A., mediante el análisis de la estructura de deuda financiera y patrimonio económico. Además de lo anterior, se presenta la estructura de impuestos relevante, se presenta la obtención del beta de la compañía, se obtiene el beta de la deuda a partir del costo de emisión de deuda pública y finalmente, se calcula el costo de capital a partir de la estimación del costo patrimonial y el costo de la deuda.

Posteriormente, se realiza un análisis prospectivo de crecimiento a nivel de Ripley Corp S.A. y a nivel de la industria, con el objeto de entender la evolución de las ventas de las distintas segmentaciones de negocio de la compañía en el pasado y a partir de esto, comprender las proyecciones de crecimiento futuras de la compañía.

Después, se presenta un análisis de las cuentas operacionales y no operacionales del Estado de Resultados y del Balance General de Ripley Corp S.A. Seguidamente, se presentan los principales supuestos y se muestra la proyección de los Estados de Resultados de Ripley entre 2020 y 2024 más un año terminal.

Una vez obtenida la proyección de los resultados de la compañía, se realizan ajustes para obtener los flujos de caja libres de la firma, se descuentan a la tasa de los activos (WACC) y se obtiene el valor de los activos de la compañía. Luego, se obtiene la valoración del patrimonio económico de la compañía y así se obtiene el precio de la acción.

Con el objetivo de apoyar la valoración previamente obtenida, se realiza la valoración por múltiplos para probar la consistencia de los resultados obtenidos. Por último, se presentan las conclusiones de los resultados obtenidos mediante ambas metodologías de valoración.

## 2. Metodología

### 2.1 Método de valoración por flujos de caja descontados

La valoración por flujos de caja descontados es sólo una de las maneras de valorar empresas y unas de las metodologías más utilizadas. Esta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Una vez que los fundamentos de esta metodología son comprendidos, se cuenta con las herramientas para analizar y utilizar otras metodologías. (Damodaran, 2002)

El método de flujos de caja descontados o en inglés, *discounted cash flows method (DCF)*, es un método de valoración de empresas que considera los flujos de caja de los activos antes de cualquier pago de intereses y después que la firma ha reinvertido sus flujos para crear activos de crecimiento. Estos flujos son descontados a la tasa de descuento de capital para obtener el valor presente de los activos de la firma correspondiente. Otro enfoque, consiste en descontar los flujos de caja a equity a una tasa de descuento patrimonial, donde los flujos de caja a equity se pueden obtener según la metodología de dividendos o según las proyecciones de los flujos de la compañía a equity. (Damodaran, 2012).

Los pasos del proceso de valoración por flujos de cajas descontados incluyen la estimación de una tasa de descuento, ya sea real o nominal (según sean los flujos). La tasa corresponde al WACC o *weighted average cost of capital* que corresponde al costo ponderado exigido a los activos considerando el costo de la deuda y el costo de financiamiento por equity. Además, hay que estimar los flujos de caja futuros sujeto a estimaciones de crecimiento esperadas y agregando ajustes para reflejar la caja real de la compañía. Luego, se descuentan los flujos y se obtiene el valor presente de los activos operativos. A continuación, se suma el efectivo y activos no operacionales para obtener el valor de la firma. Finalmente, se resta la deuda financiera y se obtiene el valor del equity de la firma por DCF. (Damodaran, 2012)

Un supuesto relevante en la valoración por DCF es que se considera una estructura de capital de largo plazo para la firma. Además, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un DCF será altamente sensible a la tasa de descuento.

Al aplicar DCF para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

### 2.2 Método de valoración por múltiplos

El método de valoración por múltiplos corresponde a una valoración relativa, donde el valor de un activo es comparado a los valores medidos por el mercado para activos similares o comparables. Por lo tanto, para hacer valoración relativa se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado para estos activos. Luego, hay que convertir estos

valores de mercado en valores estandarizados, lo cual se puede llevar a cabo mediante múltiplos. Después de lo anterior, hay que comparar los valores estandarizados o múltiplos de los comparables con los de la empresa analizada, ajustando por las diferencias entre las firmas que podrían afectar el valor de los múltiplos. Como existen muchos múltiplos y hay que elegir un único valor de la empresa, se puede obtener un promedio simple o un promedio ponderado de las valoraciones obtenidas a través de muchos múltiplos o elegir un único múltiplo. (Damodaran, 2010)

En la práctica, esta metodología consiste definir los múltiplos a utilizar y calcular los valores de estos para una fecha actual o futura (dependiendo el enfoque) para la empresa analizada y para las empresas comparables. Luego, se promedian los múltiplos y se obtendría un valor representativo del múltiplo de la industria. Finalmente, se utiliza este múltiplo a nivel de industria y se compara con los valores de la empresa analizada para obtener un valor del precio de la acción.

Como dato adicional, Damodaran (2010) explica que también se puede elegir un múltiplo a la fecha actual y regresionar este como variable dependiente a nivel de la industria o todo el mercado (según criterios de valuación), considerando los fundamentales como variables explicativas, los cuales van a depender del tipo de empresa que se esté analizando. De este modo, se obtendría un modelo lineal de valuación actual para conocer si la empresa está sobre o subvaluada, más un valor estimado de la empresa.

### 3. Descripción de la empresa y la industria

#### 3.1 Ripley Corp S.A.

Ripley Corp S.A. es una empresa con sedes ubicadas en Chile y Perú, que se dedica principalmente a la operación de tiendas por departamentos. Las actividades de la compañía se dividen en tres negocios, estos son segmentos: Retail, Banca y Bienes Raíces. La división de ventas al por menor es responsable de la gestión y el funcionamiento de una cadena de grandes almacenes y centros comerciales bajo la marca Ripley en Chile y Perú. La división de Banca ofrece préstamos al consumidor, como tarjetas de crédito, depósitos a plazo, créditos hipotecarios y otros servicios financieros, con foco especial en clientes del segmento retail de la empresa. La división de Bienes Raíces se centra en el desarrollo, construcción y gestión de centros comerciales (Thomson Reuters Eikon, 2020).

**Cuadro 1: Perfil corporativo Ripley Corp S.A.**

<b>Razón Social</b>	Ripley Corp S.A.
<b>Rut</b>	99.579.730 – 5
<b>Nemotécnico</b>	Thomson Reuters Eikon: RIP.SN Bloomberg: Ripley CI Equity
<b>Clasificación de negocio (GICS Classification)</b>	Sector: Consumo Discrecional Industria: Multiline retail Sub-industria: Tiendas por Departamentos
<b>Regulación</b>	Chile <ul style="list-style-type: none"> <li>● Comisión para el Mercado Financiero (CMF)</li> <li>● Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC)</li> <li>● Dirección del Trabajo (DT)</li> </ul>



	Perú <ul style="list-style-type: none"> <li>● Superintendencia de Banca, Seguros y AFP del Perú (SBS)</li> <li>● Superintendencia del Mercado de Valores de Perú (SMV)</li> <li>● Consejo Nacional de Trabajo y Promoción de Empleo (CNTPE)</li> </ul>																																				
<b>Tipo de Operación</b>	Retail, Banca y Bienes Raíces en Chile y Perú																																				
<b>Filiales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Ripley Chile S.A – Chile <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Ripley Financiero LTDA.</li> <li>➢ Ripley Inversiones II S.A.</li> </ul> </li> <li>● Ripley Internacional S.A. - Perú <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Inversiones Ripley Perú LTDA.</li> <li>➢ Inversiones en Tiendas por Departamentos LTDA.</li> <li>➢ Ripley China Trading Co., LTDA.</li> </ul> </li> </ul>																																				
<b>Principales 12 accionistas al 31-12-2019</b>	<table border="0"> <tr> <td>1</td> <td>Calderón Volochinsky Family</td> <td>42.83%</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td>BTG Pactual Chile S.A. Administradora General de Fondos</td> <td>7.52%</td> </tr> <tr> <td>3</td> <td>Inversiones Veronica Berta Calderon E I R L</td> <td>7.17%</td> </tr> <tr> <td>4</td> <td>Comunidad Inversiones CK, S.A. e Inversiones R, S.A.</td> <td>7.00%</td> </tr> <tr> <td>5</td> <td>A.F.P. Habitat S.A.</td> <td>6.95%</td> </tr> <tr> <td>6</td> <td>AFP Capital S.A.</td> <td>5.57%</td> </tr> <tr> <td>7</td> <td>AFP Provida S.A.</td> <td>4.87%</td> </tr> <tr> <td>8</td> <td>AFP Cuprum S.A.</td> <td>3.70%</td> </tr> <tr> <td>9</td> <td>AFP Modelo S.A.</td> <td>2.05%</td> </tr> <tr> <td>10</td> <td>Dimensional Fund Advisors, L.P.</td> <td>1.57%</td> </tr> <tr> <td>11</td> <td>A.F.P. Planvital S.A.</td> <td>1.21%</td> </tr> <tr> <td>12</td> <td>The Vanguard Group, Inc.</td> <td>1.12%</td> </tr> </table>	1	Calderón Volochinsky Family	42.83%	2	BTG Pactual Chile S.A. Administradora General de Fondos	7.52%	3	Inversiones Veronica Berta Calderon E I R L	7.17%	4	Comunidad Inversiones CK, S.A. e Inversiones R, S.A.	7.00%	5	A.F.P. Habitat S.A.	6.95%	6	AFP Capital S.A.	5.57%	7	AFP Provida S.A.	4.87%	8	AFP Cuprum S.A.	3.70%	9	AFP Modelo S.A.	2.05%	10	Dimensional Fund Advisors, L.P.	1.57%	11	A.F.P. Planvital S.A.	1.21%	12	The Vanguard Group, Inc.	1.12%
1	Calderón Volochinsky Family	42.83%																																			
2	BTG Pactual Chile S.A. Administradora General de Fondos	7.52%																																			
3	Inversiones Veronica Berta Calderon E I R L	7.17%																																			
4	Comunidad Inversiones CK, S.A. e Inversiones R, S.A.	7.00%																																			
5	A.F.P. Habitat S.A.	6.95%																																			
6	AFP Capital S.A.	5.57%																																			
7	AFP Provida S.A.	4.87%																																			
8	AFP Cuprum S.A.	3.70%																																			
9	AFP Modelo S.A.	2.05%																																			
10	Dimensional Fund Advisors, L.P.	1.57%																																			
11	A.F.P. Planvital S.A.	1.21%																																			
12	The Vanguard Group, Inc.	1.12%																																			

Fuente: Elaboración propia

### 3.1.1 Descripción del negocio

Las principales filiales que conforman el holding Ripley Corp S.A. son: Ripley Internacional S.A., sociedad a través de la cual la compañía mantiene sus inversiones en Perú. Ripley Chile S.A. contiene a Ripley Financiero S.A y Ripley Inversiones II S.A. Ripley Chile S.A. agrupa las inversiones en tiendas por departamento, otorgamiento de créditos financieros e inversiones inmobiliarias en Chile. La principal inversión de Ripley Financiero S.A., es el Banco Ripley. (Ver Anexo 1)

La generación de ventas de Ripley Corp S.A. se explica principalmente a los ingresos provenientes de su participación en el negocio del retail, con un 71% de importancia respecto a sus ingresos totales a fines de 2019. En segundo lugar, se encuentra el negocio bancario con un peso de 28% y por último, un 1% proveniente del negocio inmobiliario. (Ver Anexo 2) Sin embargo, durante los últimos cuatro años el 76% del EBITDA se atribuye al negocio bancario y un 24% al negocio del retail, en promedio.

Ripley Corp participa en tres grandes negocios: retail, banca y bienes inmobiliarios. El segmento de tiendas por departamento se encuentra establecido Chile y Perú; se ofrecen servicios financieros mediante el otorgamiento de créditos en los bancos de Chile y Perú (principalmente a través de sus tarjetas de crédito) y también participa en el negocio inmobiliario mediante planes de inversión en infraestructura fija para el arrendamiento.

### 3.1.2 Negocio de retail

El negocio de retail corresponde al negocio principal de la compañía en términos de generación de ingresos. Ripley cuenta con una participación del 18,5% del mercado en Chile y un 37% en Perú, medido como el porcentaje del total de ingresos del mercado. A septiembre de 2018, la compañía tiene 47 tiendas en Chile y 29 en Perú, cada una de aproximadamente 6500 metros cuadrados en promedio. (Ripley Corp S.A., 2019)

### 3.1.3 Negocio bancario

El negocio bancario en Chile, de acuerdo a datos de la Superintendencia de Banco e Instituciones Financieras (SBIF) a diciembre de 2018, Banco Ripley es el segundo mayor emisor de tarjetas de crédito bancarias (excluidas aquellas de las casas comerciales) con un 20% de participación de mercado. El primer lugar lo ocupa la tarjeta “CMR” de Falabella con un 21% de market share.

En Perú, según información de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) para el cierre del año 2018, quien lidera el mercado de tarjetas de crédito es Banco Falabella con un 21% de participación de mercado, seguido de cerca por Banco Ripley con un 18% de participación de mercado. (Ripley Corp S.A., 2019)

### 3.1.4 Negocio inmobiliario

En el negocio inmobiliario, Ripley Corp S.A. participa en la propiedad directa e indirecta de malls tanto en Chile como en Perú. En Chile, tiene el 22,5% de Nuevos Desarrollos S.A. y el 50% de la propiedad de Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. (inversiones relacionadas en asociadas). Adicionalmente en Perú, es dueño del 100% de la propiedad de Mall Aventura S.A (propiedad de inversión). La participación de mercado de Ripley es aún baja respecto de la industria, en la que existen numerosos operadores de centros comerciales entre los que destacan, por su tamaño y presencia regional, Parque Arauco, Plaza S.A. y Cencosud. Ripley cuenta con un total de 165.300 m<sup>2</sup> de superficie arrendable propia, y 174.547 m<sup>2</sup> proporcionales a su propiedad, a través de sus asociadas. (Ripley Corp S.A., 2019).

A marzo de 2019, la compañía posee una posición en activos inmobiliarios que comprende 11 malls en Chile y 2 operaciones en Perú. La empresa es también dueña del inmobiliario donde funcionan algunas de sus tiendas, aunque en un porcentaje menor. (Feller Rate, 2019)

## **3.2 Industria y comparables**

De acuerdo a los estándares globales de clasificación de industrias (GICs), Ripley Corp S.A. se participa en el sector de Consumo Discrecional o Cíclico, en la industria de Retail Multi-línea, más específicamente en la sub-industria de Tiendas por Departamentos. En Chile, el sector de Consumo discrecional está compuesto principalmente por actores como Falabella, Ripley, Paris (Cencosud), Hites, La Polar, Forus, Tricot, entre otras.

Según como se mencionó anteriormente en los aspectos de la metodología, el proceso de valoración por múltiplos requiere de la información de empresas comparables para poder determinar parámetros a nivel de industria como punto de comparación. La selección de empresas comparables para este informe de valoración, se basó en el nivel de importancia de cada compañía en la industria y en el grado de similitud relativo a Ripley Corp S.A. En este sentido, para este informe se trabajó con las siguientes empresas comparables: Falabella S.A., Empresas Hites S.A. y la mexicana El Puerto de Liverpool SAB de CV.

Ripley, Falabella e Hites son parte de las empresas de retail más importantes en Chile y generan sus ingresos principalmente de sus operaciones en Chile, con una participación geográfica como porcentaje de los ingresos de 68%, 63% y 100%, respectivamente. Por otro lado, El Puerto de Liverpool genera el 100% de sus ingresos en México. (Ver Anexo 2)

La similitud de los negocios también se puede apreciar en los ingresos por línea de negocio respecto a los ingresos totales. Por ejemplo, como se mencionó anteriormente, el 71% de los ingresos de Ripley provienen de su actividad de retailing en Tiendas por Departamentos. Los negocios principales de Falabella corresponden a su actividad de retailing a través de sus tiendas de Mejoramiento del Hogar con un 33% de importancia relativa en los ingresos y un 32% por sus Tiendas por Departamentos. Además, Hites genera el 68% de sus ingresos en Tiendas por Departamentos y un 32% provenientes de servicios financieros. Por último, los negocios principales de El Puerto de Liverpool son Comercial o Tiendas Departamentales que generan el 85% de los ingresos y el financiero contribuyendo cerca del 10% de los ingresos totales. (Ver Anexo 2)

En primer lugar se consideró a SACI Falabella, El Puerto de Liverpool e Hites, porque tienen los mismos Global Industries Classification Standards (GICs) que Ripley, esto quiere decir, que las compañías operan en el mismo sector e industria. Además, Falabella corresponde al mayor actor dentro de la industria de retail por Tiendas Departamentales en Chile. Se incluye a Hites para equilibrar la comparación con un actor más pequeño, pero con trayectoria en la industria del retail chileno. Adicionalmente, según *América-Economía.com*, Liverpool fue campeona de retail para el año 2017, destacándose como un jugador relevante en la industria de retail en México. En términos de capacidad de generación de ingresos en Tiendas Departamentales, Liverpool es la líder al año 2019, seguida por Falabella, Ripley e Hites, respectivamente. (Ver Anexo 3)

### 3.2.1 Falabella S.A.C.I

SACI Falabella es una empresa con sede en Chile que se dedica al sector minorista. Las actividades de la compañía se dividen en ocho segmentos: grandes almacenes a través de Falabella; Home Center, que ofrece productos para la mejora del hogar a través de los centros de inicio de Sodimac; Venta al por menor de alimentos, que opera supermercados bajo la marca Tottus; Préstamo personal; Bienes raíces, que se centra en la construcción, desarrollo y alquiler de centros comerciales; Otros servicios, que incluyen telecomunicaciones inalámbricas, corretaje de seguros, así como agencias de viajes, entre otros; y Banca, a través de Banco Falabella. Opera en varios países de América Latina, como Chile, Perú, Argentina, Colombia y Brasil. (Thomson Reuters Eikon, 2020).

**Cuadro 2: Perfil corporativo Falabella S.A.C.I.**

<b>Nombre de la empresa</b>	<b>Falabella S.A.C.I</b>
<b>Nemotécnico</b>	Thomson Reuters: FALABELLA.SN Bloomberg: Falabella CI Equity
<b>Clase de Acción</b>	Clase única
<b>Derechos de cada Clase</b>	Acciones comunes
<b>Mercado donde Transa sus acciones</b>	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile
<b>Descripción de la Empresa</b>	Empresa de retail que opera en los segmentos de Tiendas por Departamentos, Mejoramiento del Hogar, Supermercados, Servicios Financieros y Bienes Raíces
<b>Sector e Industria (Clasificación Industrial)</b>	Clasificación TRBC <ul style="list-style-type: none"> <li>● Sector: Consumo cíclico</li> <li>● Industria: Tiendas por Departamentos</li> </ul> Clasificación GICS <ul style="list-style-type: none"> <li>● Sector: Consumo discrecional</li> <li>● Industria: Retail Multi-línea</li> </ul>
<b>Negocios principales</b>	Mejoramiento del Hogar generan el 33% de los ingresos de la compañía y Tiendas por Departamentos un 33% de los ingresos a fines de 2019.

Fuente: Elaboración propia

### 3.2.2 El Puerto de Liverpool S.A.

El Puerto de Liverpool SAB de CV es una empresa con sede en México dedicada principalmente al sector minorista. Las actividades de la Compañía están estructuradas en dos segmentos de negocio: Comercial e Inmobiliario. La división comercial se centra en las ventas minoristas de mercancías en tiendas departamentales y libres de impuestos. Sus marcas de formatos de tienda incluyen Liverpool y Fábricas de Francia. La división de Bienes Raíces es responsable de la administración, operación y arrendamiento de espacios comerciales en centros comerciales. A través de una tarjeta de crédito no bancaria, la Compañía también ofrece préstamos de consumo y servicios de financiación de ventas. La Compañía tiene operaciones establecidas en varios estados mexicanos. Las subsidiarias de la Compañía incluyen Operadora Liverpool SA de CV, Servicios Liverpool SA de CV y Bodegas Liverpool SA de CV, entre otros. (Thomson Reuters Eikon, 2020)

**Cuadro 3: Perfil corporativo El Puerto de Liverpool S.A.**

<b>Nombre de la empresa</b>	<b>El Puerto de Liverpool S.A.</b>
<b>Ticker o Nemotécnico</b>	LIVEPOLC1.MX
<b>Clase de Acción</b>	Clase única
<b>Derechos de cada Clase</b>	Acción común
<b>Mercado donde Transa sus acciones</b>	Bolsa Mexicana de Valores, Berlin Stock Exchange, London Stock Exchange, Bolsa Institucional de Valores de México.

<b>Descripción de la Empresa</b>	Empresa de retail que opera Tiendas por Departamentos Liverpool, Suburbia y Fábricas de Francia. Además, de participar en el negocio inmobiliario a través del arrendamiento de centros comerciales.
<b>Sector e Industria (Clasificación Industrial)</b>	Clasificación TRBC <ul style="list-style-type: none"> <li>● Sector: Consumo cíclico, Retailer.</li> <li>● Industria: Tiendas por Departamentos.</li> </ul> Clasificación GICS <ul style="list-style-type: none"> <li>● Sector: Consumo discrecional</li> <li>● Industria: Retail multilínea.</li> </ul>
<b>Negocios principales</b>	Al año 2019, el negocio de tiendas por departamentos contribuyó el 87% de sus ingresos, el área financiera un 10% y un 3% por arrendamientos.

Fuente: Elaboración propia

### 3.2.3 Empresas Hites S.A.

Empresas Hites SA es una empresa con sede en Chile, que se dedica al sector minorista. La Compañía posee y administra una red de tiendas y grandes almacenes ubicados en Santiago, así como en otras ciudades, incluidas Maipú, Rancagua, Copiapó, La Serena, Osorno, Puente Alto y Temuco, entre otras. Los productos ofrecidos en las tiendas de la Compañía incluyen ropa para mujeres, hombres y niños; juguetes computadoras y electrónica; muebles y artículos para el hogar; electrodomésticos y accesorios, entre otros. Al 31 de diciembre de 2011, la Compañía poseía subsidiarias como Comercializadora SA, Inversiones y Tarjetas SA, Administradora Plaza SA, Comisiones y Cobranzas SA y Gestion de Creditos Puente SA. (Thomson Reuters Eikon, 2020)

#### Cuadro 4: Perfil corporativo Empresas Hites S.A.

<b>Nombre de la empresa</b>	<b>Empresas Hites S.A.</b>
<b>Nemotécnico</b>	Thomson Reuters: HITES.SN Bloomberg: HITES CI Equity
<b>Clase de Acción</b>	Clase única
<b>Derechos de cada Clase</b>	Acciones comunes
<b>Mercado donde Transa sus acciones</b>	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile
<b>Descripción de la Empresa</b>	Empresa de retail que opera en los segmentos de Tiendas por Departamentos y Servicios Financieros
<b>Sector e Industria (Clasificación Industrial)</b>	Clasificación TRBC <ul style="list-style-type: none"> <li>● Sector: Consumo cíclico</li> <li>● Industria: Tiendas por Departamentos</li> </ul> Clasificación GICS <ul style="list-style-type: none"> <li>● Sector: Consumo discrecional</li> <li>● Industria: Retail Multi-línea</li> </ul>

<b>Negocios principales</b>	El 68% de los ingresos provenientes de Tiendas por Departamentos y un 32% de servicios financieros.
-----------------------------	---

Fuente: Elaboración propia

## 4. Descripción del financiamiento de la empresa

En este punto se describe el financiamiento de la empresa vía emisión de bonos al público con el objetivo de entender su estructura de capital y costos de financiamiento de Ripley Corp S.A. Ripley Corp S.A. tiene cinco bonos vigentes totalizando un monto nominal de deuda que asciende a 7 millones de UF. Por otro lado, Ripley Chile S.A. tiene un bono vigente por un nominal de 1 millón de UF. Finalmente, Banco Ripley, tiene siete bonos que suman alrededor de 8.3 millones de UF aproximadamente.

### 4.1 Bonos Ripley Corp S.A.

Ripley Corp cuenta con las siguientes series de bonos: D, F, H y J. Según Feller Rate (2019), los bonos de Ripley Corp tienen una clasificación A+ con perspectivas positivas, ya que la reciente “venta de las acciones del Mall del Centro de Concepción S.A. a la coligada Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. serán utilizados, mayoritariamente, para el prepago de deuda bancaria a nivel de Ripley Corp y para el financiamiento de parte de su plan de inversiones, enfocado en el segmento de renta comercial en Perú.” Además, con lo anterior se busca diversificar los negocios de Ripley hacia el sector bancario y así disminuir la sensibilidad hacia el ciclo económico del sector retail.

**Cuadro 5: Bonos Ripley Corp S.A.**

BONOS	SERIE D	SERIE D	SERIE F	SERIE H	SERIE J
Nemotécnico	BRPLC-D	BRPLC-D	BRPLC-F	BRPLC-H	BRPLC-J
Fecha de Emisión	12 de enero 2017	22 de marzo 2017	12 de enero 2017	30 de noviembre 2017	30 de noviembre 2017
Valor Nominal (VN o D)	1,500,000	500,000	2,000,000	1,000,000	2,000,000
Moneda	UF	UF	UF	UF	UF
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	15 de octubre 2021	15 de octubre 2021	15 de octubre 2037	1 de septiembre 2022	1 de septiembre 2038
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet-Mixed plan	Bullet	Bullet-Mixed plan
Tasa Cupón (kd)	2.00%	2.00%	2.80%	2.40%	3.40%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de pagos (N)	10	10	40	10	40
Periodo de Gracia	0	0	0	0	0
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de deudas				
Clasificación de Riesgo	Feller Rate: A	Feller Rate: A	Feller Rate: A	Feller Rate: A+	Feller Rate: A+

Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	2.49%	2.46%	3.50%	2.56%	3.30%
Precio de venta el día de la emisión	1,204,819	406,504	1,600,000	937,500	2,060,606

Fuente: Elaboración propia

## 5. Estimación de la estructura de capital

El proceso de valoración por flujos de caja descontados, requiere como parámetro una estructura de capital de largo plazo de la compañía. Una forma de obtener la estructura de capital objetivo, es suponiendo que el desempeño promedio en el pasado se va a mantener de forma relativamente constante en el futuro. La estructura de capital objetivo entonces sería la relación deuda a patrimonio promedio, donde el valor económico de la compañía corresponde al valor de mercado de las obligaciones con el público y otras obligaciones financieras más el valor económico o bursátil del patrimonio.

### 5.1 Deuda financiera

La estimación de la deuda financiera se basó en las cuentas de pasivos financieros corrientes y no corrientes. De acuerdo con lo presentado, Ripley ha experimentado un constante aumento en sus pasivos financieros, aunque la variación ha sido leve. En general, la deuda financiera se ha mantenido relativamente constante en el tiempo.

Según las políticas contables de Ripley Corp S.A. los préstamos bancarios, obligaciones con el público y pasivos financieros de naturaleza similar se reconocen inicialmente, a su valor razonable, neto de los costos en que se haya incurrido en la transacción. Posteriormente, se valorizan a su costo amortizado y cualquier diferencia entre los fondos obtenidos (netos de los costos necesarios para su obtención) y el valor de reembolso, se reconoce en el estado de resultados durante la vida de la deuda de acuerdo con el método de la tasa de interés efectiva.

#### Cuadro 6: Deuda Financiera Ripley Corp S.A.

Deuda financiera   UF	Nota	12/31/2019	12/31/2018	12/31/2017	12/31/2016	12/31/2015	12/31/2014
Otros pasivos financieros corrientes	21	34,614,974	30.285.424	28.579.191	34.490.777	25.926.739	19.980.338
Otros pasivos financieros no corrientes	21	21,768,575	23.824.759	23.720.929	16.742.502	19.965.724	24.410.203
Deuda financiera total		56,383,549	54.110.183	52.300.120	51.233.279	45.892.463	44.390.542

Fuente: Elaboración propia

### 5.2 Patrimonio económico

El patrimonio económico de Ripley ha visto cambios notables entre fines de 2014 y 2017, experimentando un aumento de 127%. Sin embargo, desde inicios de 2018 hasta fines de 2019, la acción ha venido cayendo, acumulando una pérdida de 49%. Lo anterior se debe exclusivamente a los cambios en el precio de la acción, ya que, como bien se muestra a continuación, el número de acciones suscritas y pagadas se ha mantenido constante dentro de los últimos 5 años.

### Cuadro 7: Patrimonio económico Ripley Corp S.A.

Patrimonio económico   UF	12/31/2019	12/31/2018	12/31/2017	12/31/2016	12/31/2015	12/31/2014
N° acciones	1.936.052.298	1.936.052.298	1.936.052.298	1.936.052.298	1.936.052.298	1.936.052.298
Precio acción	337,21	577,24	668,26	399,33	290,87	294
Patrimonio económico	23.438.178	41.138.823	48.689.971	29.709.619	22.505.779	23.755.638

Fuente: Elaboración propia

### 5.3 Estructura de capital objetivo

La política contable Ripley Corp S.A. indica que en un principio los pasivos financieros se contabilizan al valor razonable o de mercado y posteriormente al costo amortizado. Para analizar la estructura de capital objetivo de la empresa, se consideró que la deuda financiera de los balances a final de año equivale a la deuda a valor de mercado. Con este supuesto, se facilita el cálculo de la estructura de capital, dado que el valor de la empresa no es más que la deuda financiera total más el valor bursátil de las acciones emitidas por la firma a la fecha correspondiente.

La estructura de capital objetivo se presenta a continuación. “B” corresponde a la proporción de deuda financiera a valor de mercado; “V” corresponde al valor económico de los activos de la compañía; “P” corresponde al valor del patrimonio económico de la empresa. Es posible observar que la razón B/V se ha mantenido relativamente constante en el tiempo, por lo tanto, el promedio de la razón sería un indicador razonable de la estructura de capital objetivo de Ripley Corp S.A.

### Cuadro 8: Estructura de capital objetivo Ripley Corp S.A.

Estructura de capital objetivo	12/31/2019	12/31/2018	12/31/2017	12/31/2016	12/31/2015	12/31/2014	Promedio
B/V	70,64%	56,81%	51,79%	63,30%	67,10%	65,14%	62,46%
P/V	29,36%	43,19%	48,21%	36,70%	32,90%	34,86%	37,54%
B/P	240,56%	131,53%	107,41%	172,45%	203,91%	186,86%	173,59%

Fuente: Elaboración propia

## 6. Estimación del costo patrimonial y costo de capital

### 6.1 Tasas impositivas

En el cuadro presentado a continuación se encuentran las tasas impositivas a la renta corporativa relevantes a utilizar en el proceso del cálculo del costo de capital.

### Cuadro 9: Impuesto a la Renta de Primera Categoría en Chile

Año Tributario	Año Comercial	Tasa	Circular SII
2015	2014	21%	N° 52, 10.10.2014



2016	2015	22,5%	Nº 52, 10.10.2014
2017	2016	24%	Nº 52, 10.10.2014
2018 y sgtes.	2017 y sgtes.	25%	Nº 52, 10.10.2014
2018	2017	25,5%	Nº 52, 10.10.2014
2019 y sgtes.	2018 y sgtes.	27%	Nº 52, 10.10.2014

Fuente: SII.cl

La estimación del costo de capital se realizará desapalancando el beta de la firma con los parámetros de corto plazo y re-apalancando con los parámetros de largo plazo. Por lo tanto, para las estimaciones de corto plazo se utilizó el promedio de las tasas de los últimos dos años comerciales que asciende a 26,25%. Se utilizó un 27% como tasa de impuesto corporativo de largo plazo.

## 6.2 Beta de la acción

El beta de la acción de Ripley Corp se obtuvo mediante la estimación del Modelo de Mercado representado por el siguiente modelo lineal y estimado mediante Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO):

$$R(\text{Ripley}) = \alpha + \beta \cdot R(\text{IGPA}) + \varepsilon,$$

donde  $R(\text{Ripley})$  y  $R(\text{IGPA})$  corresponden a los retornos semanales de la acción de Ripley y del Índice General de Precios de las Acciones chilenas (IGPA) para una ventana de tiempo de los últimos dos años. La muestra de retornos se obtuvo desde *Investing.com* para el período comprendido desde el 31-03-2013 al 31-12-2019. Por lo tanto, para comparar la evolución del beta en el tiempo, se calculó un beta para cada fin de año desde 2015 al 2019, considerando los retornos semanales de los últimos dos años.

En el cuadro siguiente, se observan los betas anuales estimados desde el 31 de diciembre de 2015 al 31 de diciembre de 2019. Todos los betas obtenidos resultan significativos con un margen de error al 1%. Además, la acción de Ripley Corp S.A. tiene una presencia bursátil ajustada en todos los cierres de año, por lo tanto, presenta alto grado de liquidez y el beta obtenido será más confiable.

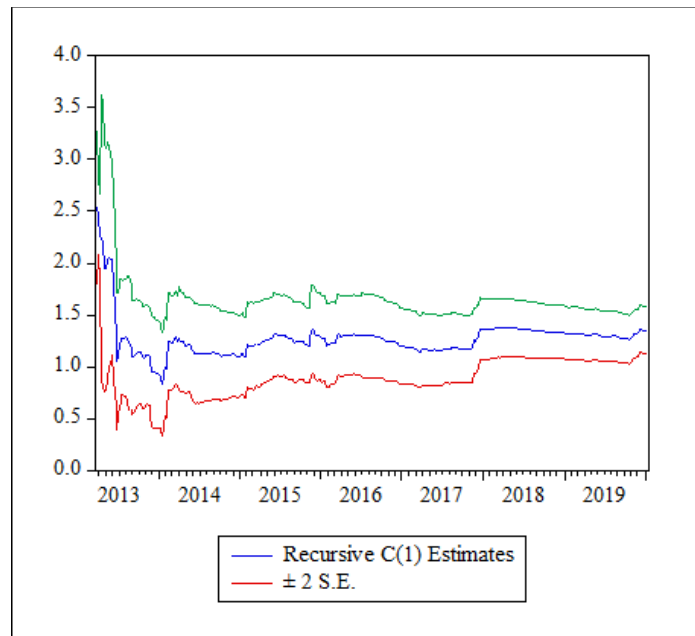
### Cuadro 10: Betas de la acción de Ripley Corp S.A.

BETAS	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019
Ripley	1.4701	1.2564	1.3823	1.5241	1.2910
t-statistic	5.2400	4.0874	6.4852	9.7270	9.1794

Fuente: Elaboración propia

Con el objetivo de analizar la estabilidad de los parámetros, se estimó recursivamente el Modelo de Mercado. Se estima el modelo antes mencionado con los primeros cuatro datos de la serie y luego se van agregando sucesivamente nuevos datos, avanzando en el tiempo a lo largo de la serie para analizar la estabilidad de las estimaciones. En el Gráfico 1 a continuación se observan los resultados estimados.

**Gráfico 1: Beta recursivo de Ripley entre 2013 y 2019**



Fuente: Elaboración propia

Del Gráfico 1 se desprende que el beta recursivo que utiliza toda la data es estable en el tiempo fluctuando entre 1,2 y 1,4. La gran volatilidad durante el primer año 2013 ocurre debido al bajo número de datos en esas estimaciones. Por lo tanto, se puede concluir que los betas calculados son estables y el beta al 31 de diciembre de 2019 igual a 1.2910 sería un indicador confiable a utilizar en las estimaciones.

### 6.3 Costo de la deuda

Al 31 de diciembre de 2019, Ripley Corp tiene 5 bonos vigentes emitidos en UF de los cuales dos son de muy largo plazo, correspondientes a 20 años aproximadamente. Estos son los bonos Serie F y Serie J. Por lo tanto, para obtener el costo de endeudamiento de la compañía se consideraron las tasas efectivas a la madurez de los dos bonos al 31 de diciembre de 2019 según Thomson Reuters (2020) y se obtuvo el promedio como parámetro relevante.

**Cuadro 11: Costo de la deuda de Ripley Corp S.A.**

Bonos	Tasa cupón	Tasa efectiva
Serie F	2,80%	2,83%
Serie J	3,40%	3,43%
<b>Promedio</b>	<b>3,10%</b>	<b>3,13%</b>

Por lo tanto, para el cálculo del costo de capital se consideró un costo de la deuda equivalente a 3,13% como tasa de endeudamiento a largo plazo para la compañía.

### 6.4 Beta de la deuda

La estimación del beta de la deuda se realizó mediante el modelo CAPM considerando el *equity risk premium* según estimaciones de Damodaran (2020). El modelo CAPM se plantea como:

$$E(r) = rf + \beta \cdot PRM ,$$

Donde  $r_f$  es la tasa libre de riesgo,  $\beta$  es el beta de la compañía y  $PRM$  es la prima de riesgo de mercado. La tasa libre de riesgo a utilizar en las estimaciones es de un 0,74% que corresponde a la Yield to Maturity (YTM) de los bonos en UF del Banco Central de Chile a 30 años (CLF30YT) con fecha de transacción al 31 de diciembre de 2019. Por otro lado, para encontrar la prima por riesgo de mercado, se utilizó el *equity risk premium* de Chile según Damodaran (2020) equivalente a un 6,26%.

Con estos parámetros, es posible obtener el beta de la deuda como sigue a continuación:

$$\Rightarrow K_b = r_f + \beta_d \cdot PRM$$

$$3,13\% = 0,74\% + \beta \cdot 6,26\% \Rightarrow \beta_d = 0,3818$$

Por lo tanto, el beta asociado al costo de la deuda promedio de 3,13% equivale a 0,3818.

### 6.5 Beta de la acción ajustado

El beta al 31 de diciembre de 2019 igual a 1,291 fue ajustado según Blume. Este ajuste corrige el beta de mercado estimado de un security por la tendencia de los betas de mercados a revertirse hacia el valor de 1. De esta forma, el método ajusta el beta de una forma que lo hace más robusto y cercano al beta esperado en el futuro.

$$\beta(\text{Blume}) = \frac{2}{3} \cdot \beta(\text{estimado}) + \frac{1}{3}$$

$$\Rightarrow \beta(\text{Blume}) = \frac{2}{3} \cdot 1,291 + \frac{1}{3} = 1,194$$

De este modo, el beta ajustado por Blume es igual a 1,194.

### 6.6 Beta patrimonial sin deuda

El beta patrimonial sin deuda representa el riesgo idiosincrático de un negocio sin deuda por las actividades operacionales que realiza. Para obtener el beta patrimonial sin deuda, es necesario aplicar la fórmula de Rubinstein de 1973 para desapalancar el beta patrimonial con deuda. La fórmula se aplica tomando en consideración los parámetros de corto plazo de la compañía: tasa corporativa de corto plazo y razón B/P al 31 de diciembre de 2019. La tasa corporativa de corto plazo corresponde a la estructura promedio de los últimos dos años igual a 26.25% y la razón B/P al 31 de diciembre de 2019 a 240.56%.

$$\beta_l = \beta_u \left[ 1 + (1 - T) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - T) \cdot \frac{B}{P}$$

$$1,194 = \beta_u [1 + (1 - 26,25\%) \cdot 240,56\%] - 0,3818 \cdot (1 - 26,25\%) \cdot 240,56\%$$

$$\Rightarrow \beta_u = 0,6746$$

El resultado de la aplicación de la fórmula de Rubinstein equivale a un beta desapalancado igual a 0,6746.

### 6.7 Beta patrimonial con deuda

Luego de desapalancar el beta, la valoración por flujos de cajas descontados requiere obtener un beta patrimonial con deuda de largo plazo, considerando los parámetros de largo plazo de estimación; la tasa de impuestos de largo plazo es igual a un 27% y la estructura B/P promedio

objetivo igual a 173.79%. Aplicando la ecuación de Rubinstein nuevamente, se obtiene el beta apalancado:

$$\beta l = \beta u \left[ 1 + (1 - T) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta d \cdot (1 - T) \cdot \frac{B}{P}$$

$$\beta l = 0,6635 [1 + (1 - 27\%) \cdot 173,79\%] - 0,3818 \cdot (1 - 0,27) \cdot 173,79\%$$

$$\Rightarrow \beta l = 1,046$$

Entonces, el beta apalancado de largo plazo corresponde a 1,046.

## 6.8 Costo patrimonial

Después de haber obtenido los parámetros necesarios para la estimación del costo patrimonial, este se procede a calcular vía CAPM. El costo patrimonial o  $K_p$  se calcula como sigue:

$$K_p = r_f + \beta l \cdot PRM$$

$$\Rightarrow K_p = 0,74\% + 1,046 \cdot 6,26\% = 7,2884\%$$

Dado lo anterior, el costo patrimonial para Ripley Corp S.A. asciende a un 7,2884%.

## 6.5 Costo de capital

Una vez obtenidos el costo patrimonial de la compañía para el largo plazo y el costo de la deuda de largo plazo, se puede obtener el costo de capital de los activos o el WACC (*weighted average cost of capital*). El WACC se obtiene como sigue a continuación:

$$K_o = K_d \cdot \frac{B}{V} \cdot (1 - T) + K_p \cdot \frac{P}{V}$$

$$K_o = 3,13\% \cdot 62,46\% \cdot (1 - 27\%) + 7,2884\% \cdot 37,54\% = 4,1124\%$$

Finalmente, se obtiene el costo de capital para los activos de Ripley que corresponde a 4,1124%, valor que será utilizado para descontar los flujos de caja libres de la compañía para el proceso de valoración.

# 8. Análisis de crecimiento

## 8.1 Crecimiento de las ventas a nivel de la firma

Según los análisis razonados de Ripley Corp S.A. se pudo desagregar los ingresos de la compañía por región y por negocio para el período comprendido entre el 31 de diciembre de 2015 y 31 de diciembre de 2019. Se excluye de la valoración por flujos de caja descontados el negocio inmobiliario, debido a que representa solamente el 1% de los ingresos de la compañía y por la naturaleza diferente con el negocio de retail y retail financiero. Además, Ripley Corp S.A. es un actor muy pequeño respecto a otros competidores relevantes como Parque Arauco, Cencosud y otras empresas en este negocio, dificultando la comparación del negocio inmobiliario de Ripley Corp S.A. a nivel de industria.

En el Cuadro 12 se observa que en promedio el 47,92% de los ingresos se generan por retail en Chile; un 25,14% por retail en Perú, un 18,23% por el negocio bancario en Chile; y un 8,71% por la banca peruana. La estructura de ingresos se ha mantenido relativamente estable en el tiempo, aunque el sector bancario ha ganado un poco de más espacio como parte de la estrategia de diversificación de la compañía.

**Cuadro 12: Ingresos por negocio y región como porcentaje del total**

<b>INGRESOS % INGRESOS TOTALES</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>PROMEDIO</b>
Retail Chile	45.97%	48.60%	48.76%	48.01%	48.28%	<b>47.92%</b>
Retail Perú	25.57%	24.31%	24.34%	25.48%	25.98%	<b>25.14%</b>
Bancario Chile	19.06%	18.71%	17.95%	17.66%	17.77%	<b>18.23%</b>
Bancario Perú	9.40%	8.39%	8.95%	8.85%	7.98%	<b>8.71%</b>

Fuente: Elaboración propia

El Cuadro 13 muestra que en promedio el 49,35% del EBITDA se genera por la banca chilena; un 26,43% por la banca en Perú, un 14,29% por el retail en Chile y un 9,94% por el retail en Perú. Se puede observar que entre 2015 y 2019, el retail en Chile ha ido perdiendo una importante participación sobre la generación de EBITDA, viéndose un importante incremento del EBITDA gracias a las operaciones del retail de Ripley en Perú. Como consecuencia de esto, la participación de la banca en Perú también ha ido incrementándose, dado que son dos negocios que se complementan entre sí.

**Cuadro 13: EBITDA por negocio y región como porcentaje del total**

<b>EBITDA % EBITDA TOTAL</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>PROMEDIO</b>
Retail Chile	6.94%	10.46%	19.16%	15.60%	19.26%	<b>14.29%</b>
Retail Perú	17.65%	11.00%	4.10%	7.75%	9.19%	<b>9.94%</b>
Bancario Chile	46.87%	52.33%	49.20%	50.64%	47.69%	<b>49.35%</b>
Bancario Perú	28.54%	26.21%	27.54%	26.00%	23.86%	<b>26.43%</b>

Fuente: Elaboración propia

En el Cuadro 14, se observan las tasas de crecimiento anual de los ingresos de Ripley Corp separados por línea de negocio y región. En general, los negocios bancarios son los únicos que presentan un promedio de crecimiento positivo al considerar los últimos cinco años de operación de Ripley Corp S.A, mientras que el negocio de retail ha decrecido en promedio. No se observa una tendencia clara en las cifras de crecimiento, pero sí se puede notar que durante el 2019 se observa el shock que tuvo el retail en Chile debido al “estallido social” el cual se vio compensado gracias al mejor desempeño del retail en Perú.

**Cuadro 14: Crecimiento de los ingresos por negocio y región**

<b>CRECIMIENTO INGRESOS</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>PROMEDIO</b>
Consolidado	-1.02%	-0.25%	2.23%	-0.26%	0.57%	<b>0.26%</b>
Retail Chile	-6.10%	-0.41%	2.99%	-1.35%	0.41%	<b>-0.89%</b>
Retail Perú	4.45%	-0.21%	-3.14%	-2.70%	-2.02%	<b>-0.73%</b>
Bancario Chile	1.14%	4.15%	3.04%	-1.41%	1.93%	<b>1.77%</b>
Bancario Perú	11.21%	-6.30%	2.49%	10.10%	2.10%	<b>3.92%</b>

Fuente: Elaboración propia

## 8.2 Crecimiento de las ventas a nivel de la industria

Con el objetivo de entender el panorama de crecimiento de las distintas industrias en que opera Ripley Corp S.A., se consideró la información desagregada de las ventas de la compañía y la información de sus comparables: Falabella, Liverpool e Hites.

En el Cuadro 15 se observa el crecimiento de las ventas de la industria del retail. Lo principal que se puede notar del cuadro, es que el crecimiento promedio de la industria de retail en Chile ha sido marginal si se compara con el crecimiento promedio de la industria mexicana representada por El Puerto de Liverpool. Además, Ripley es la empresa con peores tasas de crecimiento de la industria, mientras que Falabella es la líder en Chile y El Puerto Liverpool la mejor a nivel de industria. En promedio, se puede decir que la tasa de crecimiento anual de la industria del retail asciende a 1,278%.

**Cuadro 15: Crecimiento de las ventas de la industria retail**

RETAIL	2019	2018	2017	2016	2015	PROMEDIO
Falabella	0.96%	1.08%	1.80%	-2.11%	5.56%	<b>1.45%</b>
Hites	0.00%	-0.67%	0.97%	3.75%	-2.41%	<b>0.41%</b>
Liverpool	14.82%	2.55%	22.57%	-9.53%	0.28%	<b>6.14%</b>
Ripley Chile	-6.10%	-0.41%	2.99%	-1.35%	0.41%	<b>-0.89%</b>
Ripley Perú	4.45%	-0.21%	-3.14%	-2.70%	-2.02%	<b>-0.73%</b>
<b>Industria</b>						<b>1.2780%</b>

Fuente: Elaboración propia

El Cuadro 16 el crecimiento de las ventas de la industria bancaria. Es posible notar que este negocio presenta cifras de crecimiento positivas casi todos los años para todas las empresas de la industria. Falabella es la líder con una tasa promedio de crecimiento anual de 4,18%, seguida por Ripley Chile con un 1,77%. Las ventas del negocio bancario de Ripley en Perú han crecido a 3,92% lo cual se condice con las mejores tasas de crecimiento de las ventas del retail en Perú, dado que es una industria con mejores oportunidades de crecimiento que Chile. En promedio, la industria de la banca retail tiene un crecimiento anual de 3,31%.

**Cuadro 16: Crecimiento de las ventas de la industria de retail financiero**

RETAIL FINANCIERO	2019	2018	2017	2016	2015	PROMEDIO
Falabella	5.25%	5.57%	3.88%	-1.00%	7.50%	<b>4.18%</b>
Banco Ripley Chile	1.14%	4.15%	3.04%	-1.41%	1.93%	<b>1.77%</b>
Banco Ripley Perú	11.21%	-6.30%	2.49%	10.10%	2.10%	<b>3.92%</b>
<b>Industria</b>						<b>3.2908%</b>

Fuente: Elaboración propia

## 8.3 Perspectivas de crecimiento futuras

En este apartado se analizan las perspectivas de crecimiento del sector de retail y financiero en Chile y Perú, dado que estos son los principales negocios para Ripley Corp S.A. y cuyo análisis es clave para entender las proyecciones futuras de la compañía.

## Retail Chile y Perú

En general, hacia fines de 2019 se observa un panorama complejo para Ripley Corp S.A. debido a la sensibilidad de la industria con el ciclo económico, factores económicos y shocks inesperados a la demanda. Por ejemplo, la industria del retail en Chile se encuentra en una fase de madurez avanzada y cuyos retornos son cada vez más marginales. La industria se ha caracterizado en el último tiempo por una guerra de precios y un incremento en los niveles de competencia. Por otro lado, se suma el estallido de la “crisis social” en Chile que ha tenido como consecuencias la disminución de las ventas del retail, mayor volatilidad de los mercados, saqueos en tiendas y así otros elementos que han agregado más incertidumbre a la economía. Comenzando por el sector retail en Chile, de acuerdo al equipo de research de BCI (2019):

*“La competitividad del sector está aumentando a ritmo creciente como consecuencia de la latente llegada de actores internacionales. Consideramos que este ambiente de alta competencia mermaría resultados en el largo plazo. Asimismo, será clave el desarrollo de la estrategia online que tenga cada compañía para hacer frente a esta nueva competencia. Estimamos que Falabella es la compañía mejor preparada frente a este nuevo escenario, conocidos son los esfuerzos para potenciar su canal online, hecho que estimamos marcará la pauta del sector para los próximos años.”*

BCI (2019) agrega que los riesgos de la industria refieren a la llegada de nuevos competidores internacionales en el negocio de e-commerce, con alto know-how y espaldas financieras, desaceleración en el consumo de países latinoamericanos superior a la estimada, Depreciación de monedas de países latinoamericanos superior/inferior a la estimada y Disminución en inversiones anunciadas por las compañías.

Anterior al estallido social, analistas no veían repunte para el sector del retail en Chile hasta por lo menos el año 2020. De hecho, según analistas en El Mercurio (2019) comentaban:

*“Esperaría que mientras en algunos otros países de la región haya tasas de crecimiento relativamente sostenidas en los próximos años, en Chile el patrón a esperar es de cifras marginalmente negativas en periodos de bajo crecimiento económico y marginalmente positivas en años de bonanza”*

Según un informe de Banchile Inversiones (2019), las tasas de crecimiento del PIB para el año 2020 y 2021 corresponden a un 1% y un 1.3%, por lo tanto, lo más probable es que el crecimiento del retail sea marginal en los próximos años. Dado el panorama anterior, las perspectivas de crecimiento para el retail en Chile parecen ser muy acotadas en el corto plazo y con una recuperación marginal en el mediano plazo, debido al alto grado de incertidumbre que ha puesto el estallido social y por las características del sector retail en Chile: madurez, alto nivel de competencia, amenaza de nuevos competidores, sensibilidad al ciclo económico, entre otros elementos.

Respecto a las perspectivas de crecimiento del retail en Perú, de acuerdo a BBVA Research (2019), sugiere que en el mediano plazo se espera una expansión de la clase media, mayor capacidad adquisitiva de los hogares y el bono demográfico, sugieren que las ventas del sector retail cuentan con espacio para seguir creciendo. Los analistas esperan que las ventas del sector retail crezcan un 4% para el año 2020 y que el PIB de Perú crezca un 3.5% ese mismo año. Según Diego Macera (Retail-Perú, 2019), gerente general del Instituto Peruano de Economía,

sostenía que para el año 2019 el retail tendría un desempeño en paralelo con el consumo privado que ese año se proyectaba en un crecimiento de 3.8%.

El Ministerio de la Producción en Perú en conferencia de prensa afirmó que:

*“Los cambios en el comportamiento de los consumidores vienen favoreciendo al sector retail, pero hay que agregar que las empresas también han sabido implementar estrategias que dinamizan aún más la demanda.” (Gob.pe, 2019)*

Específicamente, Perú mantiene un importante potencial de crecimiento en el largo plazo, con una penetración de ventas en tiendas por departamento cercana al 20%, lo que es menor en comparación con Chile, donde supera el 70%. (Feller Rate, 2019)

### Retail financiero Chile y Perú

Respecto al sector bancario, Feller Rate (2019) indica que debido al complejo escenario del retail no alimenticio “prevé la mantención de débiles condiciones de demanda para el retail financiero, en los dos países donde opera Ripley Corp S.A., con incidencia tanto sobre las ventas en tienda, como sobre sus colocaciones de créditos”. Esto, debido a ciclos recesivos en Chile y Perú que se han reflejado en el aumento de la inflación y desempleo en ambos países. Según Bazzan (2019), el crecimiento del Sector Retail Financiero en el Perú estará definido por la demanda en el consumo de banca minorista, la cual se basa en el crecimiento de los Niveles Socio Económicos C y D del país.

En resumen, el negocio del retail para Ripley Corp S.A. es el que tiene peores perspectivas de crecimiento. Además, debido a que este negocio está íntimamente ligado a los servicios financieros que ofrece mediante ventas a crédito, las ventas del retail financiero igual se ven debilitadas para Chile y Perú. Sin embargo, dado que en Perú las perspectivas para el retail son favorables, al menos deberían esperarse números positivos para el retail y la banca para los próximos años en ese país.

### Síntesis

<b>Sector</b>	<b>Justificación</b>
Retail Chile	<p>Tasa de crecimiento proyecciones: 1%</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Crecimiento últimos 5 años: 1.4%</li> <li>• Según un informe de Banchile Inversiones (2019), las tasas de crecimiento del PIB para el año 2020 y 2021 corresponden a un 1% y un 1.3%.</li> <li>• Tasas de crecimiento esperadas marginalmente negativas en períodos de bajo crecimiento económico y marginalmente positivas en años de bonanza: madurez de la industria, incremento de la competencia por nuevos competidores y desarrollo del canal online, guerras de precio por altos stock de inventarios.</li> <li>• Ambiente de alta competencia mermaría resultados en el largo plazo.</li> </ul>
Retail Perú	<p>Tasa de crecimiento proyecciones: 3%</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Crecimiento esperado 2020: 4% según BBVA Research (2019).</li> <li>• Crecimiento pasado 2015-2019: 4% compuesto anual según Bazán (2019).</li> </ul>



	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los analistas esperan que las ventas del sector retail crezcan un 4% para el año 2020 y que el PIB de Perú crezca un 3.5% ese mismo año.</li> <li>• Diego Macera (Retail-Perú, 2019), gerente general del Instituto Peruano de Economía, sostenía que para el año 2019 el retail tendría un desempeño en paralelo con el consumo privado que ese año se proyectaba en un crecimiento de 3.8%.</li> <li>• Según Feller Rate (2019), Perú mantiene un importante potencial de crecimiento en el largo plazo, con una penetración de ventas en tiendas por departamento cercana al 20%, lo que es menor en comparación con Chile, donde supera el 70%.</li> </ul>
Retail Financiero Chile	<p>Tasa de crecimiento proyecciones: 1.77%</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Crecimiento últimos 5 años: 1.77%</li> <li>• Crecimiento esperado del PIB Chile: 1% y 1.1% para 2019 y 2020.</li> <li>• Feller Rate (2019) indica que debido al complejo escenario del retail no alimenticio “prevé la mantención de débiles condiciones de demanda para el retail financiero, en los dos países donde opera Ripley Corp S.A., con incidencia tanto sobre las ventas en tienda, como sobre sus colocaciones de créditos”.</li> </ul>
Retail Financiero Perú	<p>Tasa de crecimiento proyecciones: 3.92%</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Crecimiento últimos 5 años: 3.92%.</li> <li>• Crecimiento esperado del PIB Perú: 2.6% y 3.6% para 2019 y 2020 (RPPE.pe, 2019).</li> <li>• Según Bazzan (2019), el crecimiento del Sector Retail Financiero en el Perú estará definido por la demanda en el consumo de banca minorista, la cual se basa en el crecimiento de los Niveles Socio Económicos C y D del país.</li> </ul>

## 9. Análisis de cuentas operacionales y no operacionales del estado de resultados

En esta sección se revisan las cuentas operacionales y no operacionales del Estado de Resultados y se presentan en el cuadro a continuación, con el objetivo de permitir un mejor entendimiento de los resultados de la compañía a través del análisis de cada uno de los componentes y su relación con las actividades operacionales de Ripley Corp. S.A.

**Cuadro 17: Análisis de resultados**

ANÁLISIS DE RESULTADOS	DETALLE
	<b>Operacional</b>
Ingresos por ventas	El 72% de los ingresos provienen de actividades ordinarias procedentes de la venta de bienes; un 27% de ingresos por intereses y actividades bancarias; el 1% de ingresos procedentes de arriendos en la línea de negocios inmobiliaria.

Costo de ventas	Costos asociados a los servicios otorgados que generan los ingresos ordinarios.
Costos de distribución	Los costos de distribución son los gastos realizados con el objetivo de distribuir los productos en el mercado.
Depreciación y amortización	Corresponde a los gastos por concepto de depreciación de activos y amortización de activos intangibles.
Gastos de administración	El detalle corresponde principalmente a Gastos del personal, Gastos de servicios de terceros, Gastos de arriendos y bienes raíces. También se incluyen Gastos de marketing, Gastos varios, Gastos por suministros y Gastos por comisiones.
Otras ganancias (pérdidas)	Ajustes al valor razonable de propiedades de inversión (Mall Concepción y Mall Aventura), utilidad por venta de activo para la venta, ingresos por venta de PP&E, castigos por bajas de PP&E, gastos de reestructuración, sanciones y otras pérdidas.
<b>No operacional</b>	
Ingresos financieros	Incluye en su mayor parte ingresos de intereses por depósitos, otros ingresos financieros y otros ingresos por pronto pago.
Costos financieros	La mayor parte de los costos financieros corresponden a obligaciones con el público (bonos), obligaciones financieras, intereses devengados por swap, intereses de obligaciones por leasing y otros impuestos y comisiones.
Participación en asociadas	Reconocimiento participación en los resultados (Inmobiliaria Viña del Mar, Nuevos Desarrollos)
Diferencias de cambio	Principalmente corresponde a ingresos por instrumentos derivados (forwards), diferencias de cambio de otros pasivos financieros, acreedores comerciales y cuentas por pagar en dólares.
Resultados por unidades de reajuste	Reajustes por UF de obligaciones con el público compensadas con activos de cobertura (swaps obligaciones con el público).

Fuente: Elaboración propia

### Cuadro 18: Cuentas operacionales y no operacionales de Ripley Corp S.A.

Análisis de resultados	2019	2018	2017	2016	2015	2014	Promedio
<b>Operacional</b>							
Ingresos por ventas	62,016,282	62,654,758	62,812,070	61,441,239	61,599,180	64,346,632	<b>62,570,776</b>
% Ingresos totales	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	<b>100.00%</b>
Costo de ventas	40,165,943	39,251,933	39,630,837	38,483,294	38,673,062	40,319,371	<b>39,271,699</b>
% Ingresos totales	64.77%	62.65%	63.09%	62.63%	62.78%	62.66%	<b>62.76%</b>
Costos de distribución	206,543	270,326	297,065	271,614	262,723	312,551	<b>282,856</b>
% Ingresos totales	0.33%	0.43%	0.47%	0.44%	0.43%	0.49%	<b>0.45%</b>
Depreciación y amortización	2,388,345	1,536,639	1,484,762	1,509,246	1,592,557	1,767,538	<b>1,578,148</b>
% Ingresos totales	3.85%	2.45%	2.36%	2.46%	2.59%	2.75%	<b>2.52%</b>
Gastos de administración	17,984,493	18,791,049	18,575,357	18,694,650	18,720,201	19,537,636	<b>18,863,779</b>
% Ingresos totales	29.00%	29.99%	29.57%	30.43%	30.39%	30.36%	<b>30.15%</b>
Otras ganancias (pérdidas)	3,489,463	181,117	329,402	729,819	-202,999	-325,530	<b>142,362</b>
% Ingresos totales	5.63%	0.29%	0.52%	1.19%	-0.33%	-0.51%	<b>0.23%</b>
<b>No operacional</b>							
Ingresos financieros	89,252	100,159	136,877	108,866	156,759	103,069	<b>121,146</b>
% Ingresos totales	0.14%	0.16%	0.22%	0.18%	0.25%	0.16%	<b>0.19%</b>
Costos financieros	1,328,302	783,342	840,821	784,451	744,986	789,828	<b>788,686</b>
% Ingresos totales	2.14%	1.25%	1.34%	1.28%	1.21%	1.23%	<b>1.26%</b>
Participación en asociadas	1,016,449	1,022,397	1,407,317	906,805	530,714	732,392	<b>919,925</b>
% Ingresos totales	1.64%	1.63%	2.24%	1.48%	0.86%	1.14%	<b>1.47%</b>
Diferencias de cambio	213,040	-37,513	-33,009	52,980	-97,972	-90,674	<b>-41,237</b>
% Ingresos totales	0.34%	-0.06%	-0.05%	0.09%	-0.16%	-0.14%	<b>-0.07%</b>
Resultados por unidades de reajuste	21,280	19,653	-41,924	34,517	65,467	45,563	<b>24,655</b>
% Ingresos totales	0.03%	0.03%	-0.07%	0.06%	0.11%	0.07%	<b>0.04%</b>

Fuente: Elaboración propia

## 10. Análisis cuentas operacionales y no operacionales del balance general

En el Cuadro 19 se presentan las explicaciones de todas las cuentas de activos y pasivos de Ripley Corp S.A. junto a su clasificación si es operacional o no operacional. De este modo, se facilita el entendimiento de los estados financieros de la compañía y además, esta información sirve para entender el cálculo del capital de trabajo de la compañía e identificar los activos más prescindibles de la operación de Ripley Corp S.A.

### Cuadro 19: Análisis de las cuentas del balance general

ACTIVOS	CLASIFICACIÓN	DETALLE
<b>Activos corrientes</b>		
Efectivo y equivalentes al efectivo	No Operacional	La mayor parte del efectivo se encuentra en depósitos a plazo, saldos en bancos, fondos mutuos y por último saldo en cajas.
Otros activos financieros Corrientes	No Operacional	La mayor parte se encuentra invertida en instrumentos de deuda, depósitos a plazo, bonos bancarios e instrumentos de cobertura de corto plazo (interest rate swaps, forwards de moneda).
Otros activos no financieros corrientes	Operacional	La cuenta incluye bonos anticipados al personal, publicidad por realizar, seguros y gastos pagados anticipadamente, arriendos anticipados, royalty por uso de marcas.

Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	Operacional	Cuentas por cobrar netas de provisiones generadas por deudores de operaciones de tarjetas de crédito, colocaciones de consumo, colocaciones de vivienda, colocaciones comerciales. También se incluyen deudores varios, pagos anticipados, cuentas por cobrar de alquileres.
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	Operacional	Cuentas por cobrar y por pagar entre el Grupo y sus sociedades relacionadas no consolidables.
Inventarios Corrientes	Operacional	Mercadería disponible para la venta en línea blanca, vestuario, electrónica, artículos del hogar y calzado.
Activos por impuestos corrientes, corrientes	No Operacional	Impuestos por recuperar por absorción de pérdidas tributarias, por donaciones, impuestos a la renta en el extranjero, pagos previsionales mensuales, impuesto a la renta de primera categoría.
Activos no corrientes mantenidos para la venta	No Operacional	PP&E y activos por impuestos diferidos para la venta.
<b>Activos no corrientes</b>		
Otros activos financieros no corrientes	No Operacional	La mayor parte se encuentra invertida en instrumentos de deuda, depósitos a plazo, bonos bancarios e instrumentos de cobertura de largo plazo.
Otros activos no financieros no corrientes	Operacional	Los activos no financieros de largo plazo corresponden a bonos anticipados al personal y arriendos pagados por anticipado principalmente.
Cuentas por cobrar no corrientes	Operacional	Cuentas por cobrar netas de provisiones por incobrabilidad generadas por deudores de operaciones de tarjetas de crédito, colocaciones de consumo y colocaciones de vivienda principalmente.
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	No Operacional	Inversiones en asociadas al valor razonable o justo: Inmobiliaria Viña del Mar y Nuevos Desarrollos.
Activos intangibles distintos de la plusvalía	Operacional	Principalmente corresponden a Programas de computador, Marcas comerciales, Licencias y franquicias, Cartera de contratos, Intangibles en desarrollo.
Plusvalía	No Operacional	Exceso de valor por la escisión de "Aventura Plaza" cuyo patrimonio fue

		aportado a la nueva sociedad "Mall Aventura".
Propiedades, planta y equipo	Operacional	Edificios, terrenos, maquinarias, PP&E en arrendamiento financiero, equipos informáticos, mejoras de derechos de arrendamiento y otras PP&E.
Propiedad de inversion	Operacional	Valor razonable de "Mall Aventura". Las propiedades de inversión corresponden principalmente a terrenos, centros comerciales y construcciones, las que se mantienen para explotarlas en régimen de arriendo, como formato "Mall".
Activos por impuestos diferidos	No Operacional	Activos por impuestos diferidos relativo a pérdidas fiscales, provisiones, depreciaciones, devengos.
<b>Pasivos</b>		
<b>Pasivos corrientes</b>		
Otros pasivos financieros Corrientes	No Operacional	Depósitos y otras captaciones a plazo, préstamos de entidades financieras, obligaciones con el público, arrendamiento financiero, instrumentos de deuda emitidos y otras obligaciones financieras.
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	Operacional	Cuentas por pagar a proveedores por bienes y servicios con vencimiento en corto plazo.
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	Operacional	Cuentas por cobrar y por pagar entre el Grupo y sus sociedades relacionadas no consolidables.
Otras provisiones a corto plazo	No Operacional	Provision de líneas de crédito contingentes, procesos legales y reestructuraciones.
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	No Operacional	Impuestos por pagar por impuesto a la renta de primera categoría.
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	No Operacional	Provisión de vacaciones y recursos humanos.
Otros pasivos no financieros corrientes	No Operacional	Ingresos diferidos por comisiones de intermediación, Fidelización de clientes Ripley Puntos, Ingresos diferidos (ventas anticipadas).
Pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	No Operacional	Otras provisiones.
<b>Pasivos no corrientes</b>		

Otros pasivos financieros no corrientes	No Operacional	La mayor parte corresponde a bonos u obligaciones con el público de largo plazo.
Cuentas por pagar no corrientes	Operacional	Cuentas por pagar a proveedores por bienes y servicios con vencimiento en largo plazo.
Pasivo por impuestos diferidos	No Operacional	Pasivos por impuestos diferidos relativos a valorización de propiedades de inversión, depreciaciones, amortizaciones y revaluaciones de PP&E.
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	No Operacional	Provisiones de indemnizaciones por años de servicio y bonos de antigüedad.
Otros pasivos no financieros no corrientes	Operacional	Linealización de arrendos operativos.
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	No Operacional	Cuentas por cobrar y por pagar entre el Grupo y sus sociedades relacionadas no consolidables.
Otras provisiones a largo plazo	No Operacional	Provision de líneas de crédito contingentes, procesos legales y reestructuraciones.

Fuente: Elaboración propia

## 11. Proyección del EERR

En este punto se presenta la proyección de los Estados de Resultados de la compañía correspondiente a la proyección de los ingresos de operación, resultados operacionales, resultados no operacionales y resultados netos para el período comprendido entre 2019 y 2024 más el año terminal. El Cuadro 20 muestra los principales supuestos de proyección para Ripley Corp S.A.

**Cuadro 20: Supuestos de proyección del Estado de Resultados**

SUPUESTOS DE PROYECCIÓN	% DE INGRESOS TOTALES	TASAS DE CRECIMIENTO
Ingresos Retail Chile	47.56%	1.00%
Ingresos Retail Perú	24.95%	3.00%
Ingresos Bancario Chile	18.09%	1.77%
Ingresos Bancario Perú	8.64%	3.92%
Costo de ventas	62.76%	Según las ventas
Costos de distribución	0.45%	Según las ventas
Depreciación y amortización	2.52%	Según las ventas
Gastos de administración	30.15%	Según las ventas
Otras ganancias (pérdidas)	0.23%	Según las ventas
Ingresos financieros	Constantes	Constantes

Costos financieros	Constantes	Constantes
Participación en asociadas	Constantes	Constantes
Diferencias de cambio	Constantes	Constantes
Resultados por unidades de reajuste	Constantes	Constantes
Impuesto nominal largo plazo	27%	Según la UAI

Fuente: Elaboración propia

Para la proyección de los ingresos del Estado de Resultados se utilizó el promedio de la estructura de ingresos según línea de negocio y región. En primer lugar, se supone una tasa de crecimiento de largo plazo para el retail en Chile de 1%, tasa que es algo menor que el promedio de la industria del retail en los últimos cinco años (igual a 1,24%). En segundo lugar, se estimó una tasa de crecimiento de 3% para el retail en Perú, lo cual es una tasa conservadora de crecimiento si los analistas estiman que el sector crecerá al 4% anual dadas las expectativas de crecimiento de la clase media en ese país. Por último, las tasas de crecimiento utilizadas para el negocio bancario en Chile y Perú, corresponde al crecimiento promedio de Ripley Corp S.A. en los últimos cinco años.

Por otro lado, las cuentas operacionales de proyección del Estado de Resultados se calcularon como un porcentaje del total de ventas considerando un promedio de los últimos cinco años. Para las cuentas no operacionales, se dejaron constantes los valores tomando en consideración los valores del año 2019, dado que estas cuentas no son operacionales y no tienen relación con el nivel de ventas.

Finalmente, se aplicó una tasa de impuestos corporativos nominal de largo plazo igual a 27%.

### Cuadro 21: Proyección del Estado de Resultados en UF para 2020-2024

Ripley   Proyección EERR en UF	2020	2021	2022	2,023	2024	2025 en adelante
Ingresos de actividades ordinarias	63,193,099	63,830,959	64,497,891	65,194,710	65,922,257	65,922,257
Retail Chile	30,017,179	29,749,544	29,484,296	29,221,413	28,960,874	28,960,874
Retail Perú	16,055,792	16,537,466	17,033,590	17,544,598	18,070,936	18,070,936
Bancario Chile	11,505,129	11,708,830	11,916,137	12,127,115	12,341,829	12,341,829
Bancario Perú	5,614,999	5,835,119	6,063,868	6,301,584	6,548,619	6,548,619
Costo de ventas	39,662,264	40,062,608	40,481,199	40,918,547	41,375,182	41,375,182
<b>Ganancia bruta</b>	<b>23,530,835</b>	<b>23,768,351</b>	<b>24,016,693</b>	<b>24,276,163</b>	<b>24,547,075</b>	<b>24,547,075</b>
Costos de distribución	285,469	288,350	291,363	294,511	297,797	297,797
Depreciación y amortización	1,592,167	1,608,238	1,625,042	1,642,598	1,660,929	1,660,929
Gastos de administración	19,052,977	19,245,294	19,446,377	19,656,471	19,875,829	19,875,829
Otras ganancias (pérdidas)	147,351	148,838	150,393	152,018	153,715	153,715
<b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales</b>	<b>2,747,573</b>	<b>2,775,307</b>	<b>2,804,304</b>	<b>2,834,601</b>	<b>2,866,234</b>	<b>2,866,234</b>
Ingresos financieros	100,159	100,159	100,159	100,159	100,159	100,159
Costos financieros	783,342	783,342	783,342	783,342	783,342	783,342
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	1,022,397	1,022,397	1,022,397	1,022,397	1,022,397	1,022,397
Diferencias de cambio	1,022,397	1,022,397	1,022,397	1,022,397	1,022,397	1,022,397
Resultados por unidades de reajuste	-37,513	-37,513	-37,513	-37,513	-37,513	-37,513
<b>Ganancia (pérdida), antes de impuestos</b>	<b>4,071,671</b>	<b>4,099,404</b>	<b>4,128,402</b>	<b>4,158,699</b>	<b>4,190,332</b>	<b>4,190,332</b>
Gasto por impuestos a las ganancias	1,099,351	1,106,839	1,114,668	1,122,849	1,131,390	1,131,390
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>2,972,320</b>	<b>2,992,565</b>	<b>3,013,733</b>	<b>3,035,850</b>	<b>3,058,942</b>	<b>3,058,942</b>

Fuente: Elaboración propia

## 12. Ajustes y flujos de caja libres

Una vez proyectados los flujos del estado de resultados, luego se procede a estimar los flujos de caja libres aplicando ajustes contables para reflejar la caja generada por la compañía. En

este sentido, se suman los gastos por depreciación y amortización y se reversan otros ingresos no operacionales después de impuestos para obtener así el flujo de caja bruto. Después, se restan las inversiones en Reposición y CAPEX más las inversiones en capital de trabajo para obtener el flujo de caja libre.

En términos generales, el **CAPEX** refiere a los gastos realizados por una compañía en bienes de capital fijos para aumentar la capacidad de ingresos de la firma y reposición de los activos existentes. La **inversión en reposición**, también llamado **CAPEX de mantenimiento**, corresponde al monto que la compañía realiza para mantener los activos actuales, distinto al monto realizado en nuevas inversiones. La **inversión en activo fijo**, o también llamado **CAPEX de crecimiento**, refiere a las nuevas inversiones adquiridas por la compañía.

El Cuadro 22 muestra los resultados del CAPEX total.

**Cuadro 22: CAPEX promedio de Ripley Corp S.A.**

CAPEX THOMSON REUTERS	2019	2018	2017	2016	2015	PROME DIO
CAPEX % de los Ingresos	2.772 %	1.519 %	1.914 %	1.765 %	2.469 %	<b>2.088%</b>
<b>CAPEX=(Compras PPE-Ventas PPE)/Ventas</b>						
CAPEX % de los Ingresos	1.563 %	1.115 %	1.466 %	2.303 %	1.619 %	<b>1.613%</b>
<b>CAPEX=(Variación PPE+Depreciación)/Ventas</b>						
CAPEX % de los Ingresos	2.873 %	2.086 %	1.219 %	2.577 %	- 1.322 %	<b>1.487%</b>
<b>CAPEX total promedio % de los ingresos</b>						<b>1.729%</b>

Fuente: Elaboración propia

El **CAPEX total** se obtuvo como el promedio de los siguientes resultados: CAPEX Thomson Reuters, CAPEX según las compras netas en el Estado de Flujo Efectivo y CAPEX mediante la fórmula “ $\Delta$ PPE + Depreciación”. Con los cálculos realizados se obtiene un CAPEX promedio igual a 1,73% de las ventas. **El CAPEX de 1.73% de las ventas es menor a los gastos de depreciación como porcentaje de las ventas equivalente a un 2.52% en promedio, por lo tanto, para las estimaciones se supone que este CAPEX incluye solamente reposición de los activos.** Por lo tanto, para obtener un CAPEX de crecimiento se obtiene la razón del crecimiento de la propiedad de inversión sobre las ventas en los últimos dos años, dado que la inversión en malls es parte importante de su actividad. Se observa que el crecimiento de la propiedad de inversión en los últimos años se atribuye a nuevas adiciones en el período y ajustes al valor razonable. **El CAPEX de crecimiento utilizado para las proyecciones es de un 2.252% de las ventas totales.** El CAPEX representa las inversiones de Ripley Corp S.A. en Perú que se explotan en régimen de arriendo, como formato “Mall”. Específicamente, la inversión está compuesta por Mall Aventura Santa Anita y Arequipa en Perú. De hecho, dentro de los supuestos de valoración de estas inversiones se encuentra que el



crecimiento real de ventas de largo plazo está entre un 2-3% lo que se condice con un CAPEX de crecimiento de 2.252% de las ventas totales.

### Cuadro 23: CAPEX de Crecimiento

CAPEX DE CRECIMIENTO	2019	2018
Crecimiento de la Propiedad Inversión	1,245,272	1,580,406
Crecimiento de la Propiedad Inversión % Ventas	1.988%	2.516%
Promedio	2.252%	

Fuente: Elaboración propia

### Cuadro 24: Capital de Trabajo sobre Ventas (RCTON)

CT	2019	2018	2017	2016	2015	2014	PROMEDIO
CT/Ventas	39.14%	41.41%	38.544%	35.54%	35.26%	34.43%	<b>37.388%</b>

Fuente: Elaboración propia

Por otro lado, la **inversión en capital de trabajo** se calculó como el ratio RCTON promedio o Capital de Trabajo Neto sobre Ventas promedio, por el incremento de las ventas en cada período.

El Cuadro 25, muestra los ajustes realizados para la obtención de los flujos de caja brutos (*gross cash flow*) y los flujos de caja libres (*free cash flows*).

### Cuadro 25: Flujos de caja libres

Ajustes		2020	2021	2022	2,023	2024	2025 en adelante
Ganancia (pérdida)	2,934,968	2,972,320	2,992,565	3,013,733	3,035,850	3,058,942	3,058,942
Depreciación y amortización	1,562,517	1,592,167	1,608,238	1,625,042	1,642,598	1,660,929	1,660,929
Ingresos financieros después de impuestos	-73,116	-73,116	-73,116	-73,116	-73,116	-73,116	-73,116
Costos financieros después de impuestos	571,840	571,840	571,840	571,840	571,840	571,840	571,840
Ingresos en participaciones después de impuestos	-746,350	-746,350	-746,350	-746,350	-746,350	-746,350	-746,350
<b>Flujo de caja bruto</b>	<b>4,249,859</b>	<b>4,316,861</b>	<b>4,353,177</b>	<b>4,391,149</b>	<b>4,430,822</b>	<b>4,472,245</b>	<b>4,472,245</b>
Inversiones							
Inversión en Reposición	-1,072,401	-1,092,751	-1,103,781	-1,115,313	-1,127,363	-1,660,929	-1,660,929
CAPEX	-1,396,483	-1,422,982	-1,437,346	-1,452,364	-1,468,055	0	0
Inversiones en capital de trabajo	-439,983	-238,480	-249,350	-260,523	-272,012	0	0
<b>Flujos de caja libre</b>	<b>1,340,992</b>	<b>1,562,648</b>	<b>1,562,701</b>	<b>1,562,949</b>	<b>1,563,393</b>	<b>2,811,316</b>	<b>2,811,316</b>
<b>Flujos de caja libre + flujo terminal</b>	<b>1,340,992</b>	<b>1,562,648</b>	<b>1,562,701</b>	<b>1,562,949</b>	<b>1,563,393</b>	<b>2,811,316</b>	<b>68,362,183</b>

Fuente: Elaboración propia

### 13. Valoración de Ripley Corp S.A por flujos de caja descontados (DCF)

El objetivo de la valoración económica de Ripley Corp S.A. es obtener el patrimonio económico de la compañía. Lo anterior se obtiene restando el valor de la deuda financiera al valor económico de los activos, tomando como consideración el exceso o déficit de capital de trabajo y los activos prescindibles de la compañía.

**Cuadro 26: Precio de la acción de Ripley Corp S.A al 31 de diciembre 2019**

<b>Valor económico de los activos</b>	<b>UF</b>
<b>Valor presente de los flujos por WACC</b>	<b>\$61,635,104</b>
<b>Capital de trabajo operacional neto</b>	<b>UF</b>
<b>Activos operacionales</b>	
Otros activos no financieros corrientes	332,135
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	29,624,499
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	51,521
Inventarios corrientes	10,011,392
<b>Pasivos operacionales</b>	
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	12,561,617
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	930,180
<b>Capital de trabajo operacional</b>	<b>26,527,750</b>
<b>Capital de trabajo requerido [Ventas 2020*Ratio RCTON]</b>	<b>23,626,342</b>
<b>Exceso de capital de trabajo</b>	<b>2,901,408</b>
<b>Activos prescindibles no operacionales</b>	<b>UF</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	10,436,609
Otros activos financieros corrientes	3,674,757
Activos no corrientes mantenidos para la venta	349,994
Otros activos financieros no corrientes	3,449,001
<b>Total activos prescindibles</b>	<b>17,910,361</b>
<b>Deuda financiera</b>	<b>UF</b>
Otros pasivos financieros corrientes	34,614,974
Otros pasivos financieros no corrientes	21,768,575
<b>Total deuda financiera</b>	<b>56,383,549</b>
<b>Patrimonio económico</b>	<b>\$26,063,324</b>
Nº acciones suscritas y pagadas	1,936,052,298
<b>Precio estimado de la acción de Ripley Corp S.A.</b>	<b>376</b>
<b>Precio de la acción Ripley al 31 diciembre 2019</b>	<b>337</b>

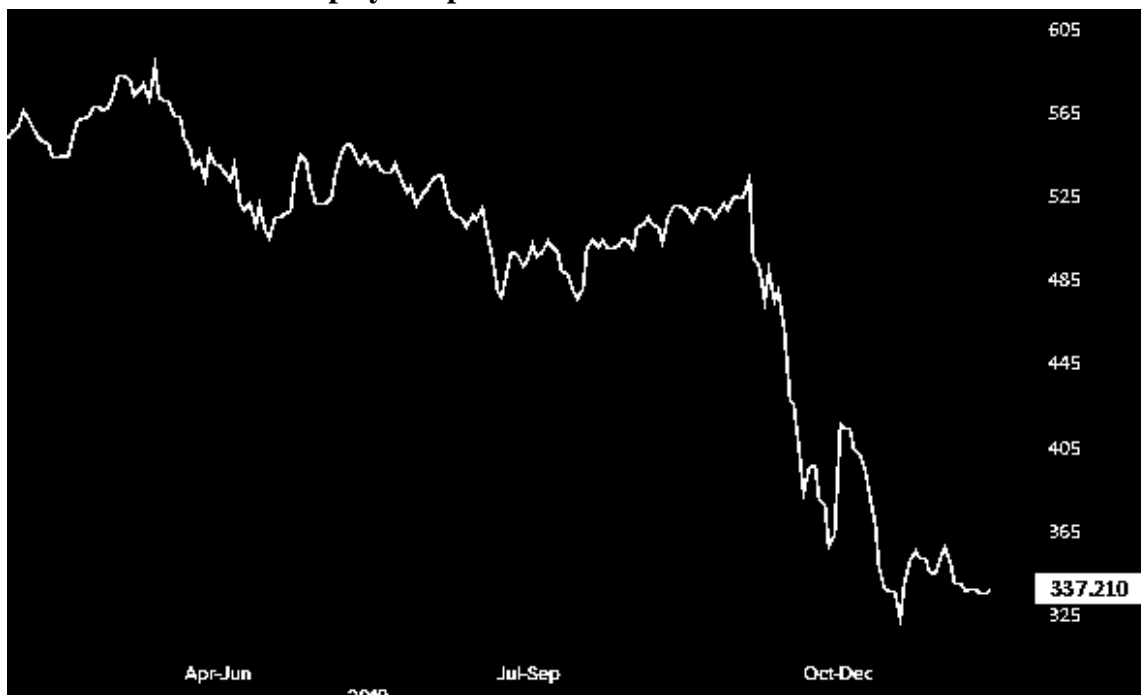
Fuente: Elaboración propia

El Cuadro 26 muestra el cálculo para obtener el precio económico estimado de la acción de Ripley Corp S.A. al 31 de diciembre de 2019. Una vez obtenidos los flujos de caja libres, se descuentan a la tasa promedio ponderada de capital o WACC equivalente a 4,1124%, obteniendo un valor presente neto de los activos equivalentes a 61.635.104 UF.

Luego se calculó el valor de los activos y pasivos operacionales de la compañía a la fecha indicada. Posteriormente, se calculó el capital de trabajo requerido como el ratio RCTON promedio de los últimos cinco años multiplicado por el valor de los ingresos por venta del 2019. Con esto, se obtiene la diferencia que corresponde a un exceso de capital de trabajo de 2.901.408 UF. Posteriormente, se suman los activos prescindibles que ascienden a 17.910.361 UF. Los activos prescindibles incluyen efectivo, activos financieros por valores negociables y activos mantenidos para la venta. Como nota explicativa, no se prescinde de las inversiones Nuevos Desarrollos S.A. e Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. (participación en asociadas) por su naturaleza operacional. Si bien sus ingresos aparecen en la parte no operacional del Estado de Resultados y son excluidos del flujo de caja libre, en la parte operacional se incluyen las otras ganancias de Mall Aventura Perú y se incluye un CAPEX de crecimiento que representa el crecimiento esperado de la propiedad de inversión Mall Aventura Perú que opera en el mismo negocio que Nuevos Desarrollos S.A. e Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. Por lo tanto, si bien no se proyectaron los ingresos de las asociadas, se mantiene la participación proporcional de las asociadas como activo fijo, dado que operan en el mismo negocio que Mall Aventura Perú. Finalmente, se resta la deuda financiera, obteniendo un patrimonio económico que asciende a 26.063.324 UF, lo que equivale a un precio de 376 CLP, utilizando el precio de la UF al 31 de diciembre de 2019.

Es importante considerar que el precio obtenido mediante la metodología de flujos de caja descontados, presenta una desviación aproximada de 20%. En este sentido, el mercado estaría valorando justamente a Ripley Corp S.A. dado que el precio de mercado igual a 337CLP se encuentra en el rango de desviación del precio estimado igual a 376 CLP. De hecho, si se observa el desempeño de la acción en el año 2019, es posible ver una caída abrupta en el precio de la acción en el mes de octubre, dado que el mercado internaliza parte de los efectos de la crisis social. (Ver Gráfico 2)

**Gráfico 2: Acción de Ripley Corp S.A. durante 2019**



Fuente: Thomson Reuters Eikon

## 12. Valoración de Ripley Corp S.A. por múltiplos

La valoración económica de Ripley Corp S.A. mediante múltiplos se basa en el cálculo de ratios financieros de las empresas comparables relevantes en este caso: Falabella, Liverpool e Hites. Anteriormente se explicó que la elección de estas empresas se debe al grado de similitud e importancia relativa en la industria del país en que operan. Todas estas empresas se encuentran en el mismo sector e industria al igual que Ripley Corp S.A. y sus ventas en tiendas por departamento corresponden al *core* de cada compañía.

Si bien el mercado chileno del retail está compuesto también por otras empresas, tales como, Cencosud, La Polar o Forus, estas fueron descartadas por diferencias estructurales. En primer lugar, gran parte de los ingresos generados por Cencosud están ligados al segmento de supermercados y al segmento inmobiliario. Por otro lado, empresas nacionales como La Polar o Forus, fueron descartadas por aspectos como: segmentos de clientes diferentes y diferencias en la complejidad de negocios. Además, La Polar se descartó por su frágil situación financiera y cuyos múltiplos podrían estar sujetos a cuestionamientos.

El Cuadro 27 presenta la explicación de los múltiplos a calcular para el proceso de valoración.

**Cuadro 27: Múltiplos a calcular**

Tipo de Múltiplo	Múltiplos
<b>Múltiplos de Ganancias</b>	Price-Earning ratio (P/E)
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)
<b>Múltiplos de Valor Libro</b>	Price to Book (P/B)
	Value to Book (EV/B)
<b>Múltiplos de Ingresos</b>	Price to Sales (P/SALES)
	Enterprise Value to Sales (EV/S)
<i>EV=Market Value of Equity+Market Value of Debt-Cash</i>	
<i>P=Market Price per share</i>	
<i>E=Earnings per share</i>	
<i>B=Book value of equity</i>	
<i>EBITDA= Earnings before interest and taxes, plus depreciation and amortization</i>	
<i>EBIT=Operating earnings</i>	
<i>SALES=Revenues</i>	

El Cuadro 28, muestra los ratios calculados de las empresas de las empresas comparables para 2018 y 2019, basado en información contable de las cuatro compañías.

**Cuadro 28: Múltiplos calculados para comparables entre 2018 y 2019**

RATIOS	AÑO	RIPLEY	FALABELLA	LIVERPOOL	HITES
P/E	2018	16.0423	23.4842	14.4590	20.9378
P/E	2019	6.4958	22.83	10.1721	13.0057
EV/EBIT	2018	29.7903	20.4215	11.5916	14.7226
EV/EBIT	2019	14.5754	26.9684	7.9336	8.8943
EV/EBITDA	2018	19.6684	15.5024	9.6949	11.0266
EV/EBITDA	2019	9.7059	14.6682	6.3701	6.9033
P/B	2018	1.1066	2.1327	1.6817	1.2636

P/B	2019	0.6316	1.3046	1.1557	0.6321
EV/B	2018	2.3928	2.7080	1.9483	1.9794
EV/B	2019	1.8698	1.7791	1.3944	1.4915
P/SALES	2018	0.6566	1.4059	1.2495	0.5489
P/SALES	2019	0.3779	0.8875	0.8740	0.2532
EV/SALES	2018	1.4197	1.7851	1.4475	0.8598
EV/SALES	2019	1.1188	1.2102	1.0545	0.5974

**Cuadro 29: Precios estimados según múltiplos**

Industria	Múltiplos	2,018	2,019	Promedio	Ripley Corp S.A.	2,019	Precios en UF	Precios en CLP
Múltiplos de Ganancias	P/E	18.73	13.13	15.93	EPS	0.001864	0.0297	826.86
	EV/EBIT	19.13	14.59	16.86	EBIT	4,760,421	0.0177	493.83
	EV/EBITDA	13.97	9.41	11.69	EBITDA	7,148,765	0.0194	541.53
Múltiplos de Valor Libro	P/B	1.55	0.93	1.24	BOOK VALUE PER SHARE	0.019167	0.0237	661.28
	EV/B	2.26	1.63	1.95	BOOK VALUE	37,109,032	0.0136	377.60
Múltiplos de Ingresos	P/SALES	0.97	0.60	0.78	SALES PER SHARE	0.032032	0.0250	697.44
	EV/SALES	1.38	1.00	1.19	SALES	62,016,282	0.0143	397.72
<b>Promedio</b>							<b>0.0205</b>	<b>570.89</b>

Fuente: Elaboración propia

Una vez calculados los ratios financieros o múltiplos, se procede a la estimación del precio estimado de la acción en UF de la compañía al 31 de diciembre de 2019. Primero, se obtuvo el promedio de los ratios en 2018 y 2019 para obtener un promedio representativo de la industria. Luego, se obtuvieron los valores Ripley de los indicadores que componen los múltiplos. Después, se usan los múltiplos de la industria y se obtiene un precio esperado para Ripley Corp S.A. por cada múltiplo. Por último, se obtiene un valor final esperado de la acción de la compañía al 31 de diciembre de 2019 de acuerdo al criterio de la media simple (Ver Cuadro 29).

Los resultados muestran un rango amplio de precios de la acción para Ripley Corp S.A. entre los 377 CLP y 827 CLP, obteniendo un precio medio de todos los múltiplos equivalente a 571 CLP. Cabe agregar que el rango amplio de precios, se explica en gran parte a que los múltiplos de Falabella son muy superiores (mejores) a los de sus pares de la industria, elevando así la media esperada de la industria.

Por otro lado, si se considera como precio esperado, el promedio de los dos múltiplos con menor desviación estándar ajustada por media, entonces los múltiplos EV/E y EV/SALES, promedian un precio esperado de 388 CLP (promedio entre 377,6 y 397,72 CLP). Además, según Pablo Fernández (2001), algunos de los ratios más comúnmente utilizados en la industria de retail y bienes de consumo son EV/E (EV/B) y EV/S (EV/Sales) dentro de los cuales se encuentran los dos ratios elegidos con menor desviación estándar ajustada por media.

Dada que la estimación por múltiplos tiene una desviación de alrededor 40% en torno al valor estimado, entonces el valor de la acción al 31 de diciembre igual a 337 CLP, se encontraría dentro del rango que fluctúa alrededor del precio esperado de 388 CLP.

**Cuadro 30: Desviación estándar ajustada por media de los múltiplos calculados**

MÚLTIPLOS	DESVEST	DESVEST/MEDIA
P/E	6.1252	0.3845
EV/EBIT	8.1305	0.4822
EV/EBITDA	4.5768	0.3914
P/B	0.5016	0.4050
<b>EV/B</b>	<b>0.4352</b>	<b>0.2237</b>
P/SALES	0.4036	0.5163
<b>EV/SALES</b>	<b>0.3698</b>	<b>0.3116</b>

Fuente: Elaboración propia

### 13. Conclusiones

Ripley Corp S.A. es uno de los actores principales de la industria del retail en Chile en el segmento de tiendas por departamentos, y además es una firma que se apoya por otros dos segmentos de negocios: el negocio bancario e inmobiliario. Para entender el desempeño financiero y la industria en la que opera Ripley Corp S.A. se realizó este informe de valoración que explica detalladamente cómo valorar la compañía mediante los métodos de flujos de caja descontados (DCF) y múltiplos.

En primer lugar, se describió a Ripley Corp S.A. y sus comparables, se calcularon los parámetros necesarios para el cálculo del costo de capital, se realizó una descripción de la empresa y la industria y por último, se realizó el proceso de valoración.

Al 31 de diciembre de 2019, el precio de la acción de la compañía era de 337 CLP. La valoración por flujos de caja descontados encontró un precio esperado de la acción de 408 CLP. Considerando que este método tiene un rango de dispersión aproximada de 20% alrededor del valor estimado, se determinó que no habría una decisión de compra o venta-corta de la acción, dado que el precio de mercado se ubica en el rango esperado. Por otro lado, la valoración por múltiplos entregó un rango de precios entre 377 CLP y 827 CLP. Sin embargo, al elegir los dos múltiplos con menor desviación estándar ajustada por media, se encontró un valor esperado de 388 CLP. La valoración por múltiplos tiene una mayor fluctuación que bordea el 40% aproximadamente, dado esto, el precio de mercado al 31 de diciembre de 2019 se encontraría en el rango esperado del precio estimado.

Por lo tanto, si bien el precio de la acción de Ripley Corp S.A. al 31 de diciembre de 2019 incorpora parte del efecto “estallido social”, la estimación por flujos de caja descontados que considera parámetros de largo plazo y supuestos conservadores de crecimiento no valoran a la compañía como una opción atractiva de compra. Por otro lado, la valoración por múltiplos, tampoco indica la posibilidad de alza del precio de la acción de Ripley Corp S.A. El desempeño futuro de la firma se encontraría sujeto a un elevado nivel de incertidumbre dado el complejo escenario político, económico y social de Chile en la actualidad y a la sensibilidad del sector retail al ciclo económico. Últimamente, los efectos del “estallido social” continúan afectando la actividad económica del país, y puesto que la industria del retail en Chile tampoco tiene grandes perspectivas de crecimiento, por la etapa de madurez en que se encuentra, entonces la acción de Ripley no parece una opción atractiva de compra a los precios actuales. La compañía ha puesto sus esfuerzos en el último tiempo en diversificar sus negocios en Perú, fomentar su

negocio bancario y, de forma importante, en impulsar su estrategia de e-commerce para reactivar el retail y enfrentar los cambios tecnológicos del sector.

## 14. Referencias

### 14.1 Online

- Banchile Inversiones (2019). Informe Semanal 1106. Departamento de Estudios. <https://ww2.banchileinversiones.cl/web/personas/informes>
- Bazan, J. (2019). Planeamiento estratégico del sector retail financiero. <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/20.500.12404/13909>
- BBVA Research (2019). Perú. Sector retail 2019. <https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/peru-sector-retail/>
- BCI. (2019). Sector Retail | Equity Research. <https://www.bci.cl/equityresearch/sector-retail>
- Damodaran, A. (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Page 382. Second Edition
- Damodaran, A. (2010). Relative Valuation. NYU Stern
- Damodaran, A. (2012). Valuation: Part I Discounted Cash Flow Valuation. NYU Stern
- Damodaran, A. (2020). Country Default Spreads and Risk Premiums. [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
- El Mercurio. (2019). Analistas no ven repunte del sector retail hasta por lo menos 2020. <https://www.elmercurio.com/Inversiones/Noticias/Analisis/2019/03/13/Analistas-no-ve-repunte-del-sector-retail-hasta-por-lo-menos-2020.aspx>
- Feller Rate. (2019). Informe de clasificación Ripley Corp S.A. <https://www.feller-rate.com/general2/corporaciones/ripleycorp1907.pdf>
- Feller Rate. (2019). Comunicado de prensa de Ripley Corp S.A. <https://www.feller-rate.com/general2/comunicados/corporaciones/cprpley1909.pdf>
- Fernandez, P. (2001). Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions. IESE Business School, 1, 1-13.
- Gob.pe. (2019). *PRODUCE: Ventas del sector retail crecieron más de 6.7% en julio.* (n.d.). Gobierno del Perú. <https://www.gob.pe/institucion/produce/noticias/51092-produce-ventas-del-sector-retail-crecieron-mas-de-6-7-en-julio>
- Thomson Reuters Eikon. (2020). [Ripley Corp SA]. <https://eikon.thomsonreuters.com/index.html>
- RPP.pe. (2019). FMI vuelve a rebajar la expectativa de crecimiento de la economía peruana para este 2019. <https://rpp.pe/economia/economia/economia-peruana-pbi-fmi-vuelve-a-rebajar-la-expectativa-de-crecimiento-de-la-economia-peruana-para-este-2019-noticia-1224724>
- Peru-Retail.com (2019). Perú cómo le va al sector retail y qué se espera para este año. <https://www.peru-retail.com/peru-como-le-va-al-sector-retail-y-que-se-espera-para-este-ano/>

### 14.2 Publicaciones Ripley Corp S.A.

- Ripley Corp S.A. (2019). Presentación marzo 2019: Conferencia Larrain Vial -

Santiago

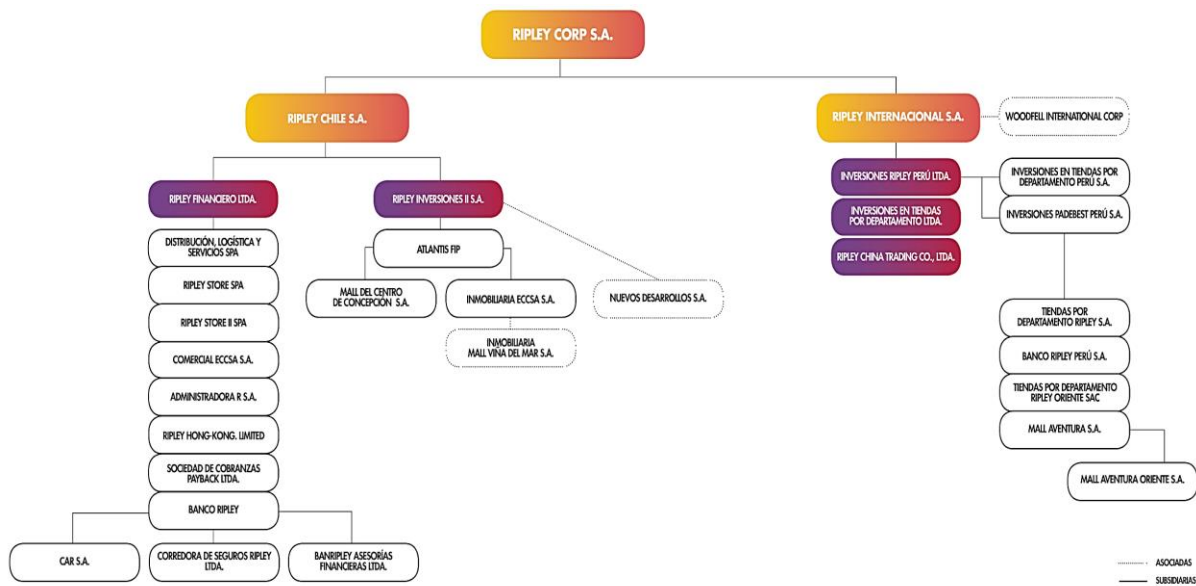
- Ripley Corp. S.A. (2019). Memoria Anual.

### 14.3 Estados Financieros

- Ripley Corp S.A. Estados Financieros Consolidados años 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019.
- S.A.C.I Falabella. Estados Financieros Consolidados años 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019.
- El Puerto de Liverpool S.A. Estados Financieros Consolidados años 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019.
- Empresas Hites S.A. Estados Financieros Consolidados años 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019.

## 15. Anexos

### Anexo 1: Estructura corporativa de Ripley Corp S.A.



Fuente: Ripley Corp. S.A. (2018)

### Anexo 2: Segmentación geográfica y de negocios de Ripley y empresas comparables

RIPLEY			
Business	Revenue (2019)	Geographic	Revenue (2019)
Retail Chile	47%	Chile	68%
Retail Peru	24%	Peru	32%
Bank Chile	18%		
Bank Peru	8%		
Real Estate	3%		
Liverpool			
Business	Revenue (2019)	Geographic	Revenue (2019)
Commercial	85%	México	100%



Suburbs	13%		
Real Estate	3%		
Digital	0%		
Shopping Centers	3%		
Falabella			
<b>Business</b>	<b>Revenue (2019)</b>	<b>Geographic</b>	<b>Revenue (2019)</b>
Home	33%	Chile	63%
Department Stores	32%	Peru	24%
Supermarkets	17%	Colombia	6%
Bank	7%	Argentina	5%
Promotora CMR	6%	Brazil (Country)	2%
Real Estate	4%		
Hites			
<b>Business</b>	<b>Revenue (2019)</b>	<b>Geographic</b>	<b>Revenue (2019)</b>
Retail	68%	Chile	100%
Financial Services	32%		

Fuente: Thomson Reuters Eikon

### Anexo 3: Ingresos de comparables en retail de Tiendas por Departamentos

AÑO 2019   CIFRAS EN UF	RIPLEY	FALABELLA	LIVERPOOL	HITES
Ingresos Totales	62,016,282	326,993,154	164,118,383	11,658,392
Ingresos Department Stores	43,987,727	104,637,809	139,500,626	7,927,707

Fuente: Thomson Reuters Eikon

### Anexo 4: Balance General de Ripley Corp S.A en UF

Ripley   Balance en UF	Nota	31-12-2019	31-12-2018	31-12-2017	31-12-2016	31-12-2015	31-12-2014
<b>Activos</b>							
<b>Activos corrientes</b>							
Efectivo y equivalentes al efectivo	7	10,436,609	6,297,357	5,481,092	5,069,431	6,952,409	8,126,211
Otros activos financieros corrientes	8	3,674,757	3,163,384	3,653,859	3,933,705	2,453,715	3,354,094
Otros activos no financieros corrientes	9	332,135	447,371	397,582	346,157	293,349	460,155
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	10	29,624,499	30,274,346	28,430,241	26,929,715	25,804,435	27,048,147
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	11	51,521	190,992	174,838	139,181	113,494	12,635
Inventarios corrientes	12	10,011,392	10,687,335	9,678,508	9,639,493	9,182,285	9,377,890
Activos por impuestos corrientes, corrientes	13	2,481,883	983,608	1,170,553	1,005,844	712,394	914,672
Total de activos corrientes distintos a aquellos mantenidos para la venta		56,612,796	52,044,393	48,986,673	47,063,527	45,512,081	49,293,805
Activos no corrientes mantenidos para la venta	39	349,994	1,735,325	1,938,151	2,855,583	2,152,625	
<b>Activos corrientes totales</b>		<b>56,962,789</b>	<b>53,779,717</b>	<b>50,924,824</b>	<b>49,919,410</b>	<b>47,664,706</b>	<b>49,293,805</b>
<b>Activos no corrientes</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Otros activos financieros no corrientes	8	3,449,001	1,780,740	1,979,103	945,738	943,498	406,351
Otros activos no financieros no corrientes	9	152,010	419,467	600,936	391,907	312,230	340,903
Cuentas por cobrar no corrientes	10	16,801,332	16,689,824	15,998,569	16,417,742	16,463,737	15,350,964
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	15	9,718,085	9,138,253	9,678,734	8,859,210	11,466,533	8,234,365
Activos intangibles distintos de la plusvalía	16	2,744,432	2,699,957	2,798,470	3,164,806	2,620,235	2,547,789
Plusvalía	17	903,408	843,484	794,200	852,997		
Propiedades, planta y equipo	18	8,900,297	9,506,629	9,736,309	10,455,335	10,381,156	12,788,101
Derechos de uso	19	12,299,739					
Propiedad de inversión	20	12,185,895	10,940,624	9,360,217	9,426,989	2,862,151	2,502,823
Activos por impuestos diferidos	13	5,214,817	3,611,620	2,729,017	2,663,357	2,431,640	2,645,165
<b>Total de activos no corrientes</b>		<b>72,369,016</b>	<b>55,630,598</b>	<b>53,675,556</b>	<b>53,178,081</b>	<b>47,481,181</b>	<b>44,816,461</b>
<b>Total de activos</b>		<b>129,331,806</b>	<b>109,410,316</b>	<b>104,600,380</b>	<b>103,097,492</b>	<b>95,145,887</b>	<b>94,110,267</b>
<b>Patrimonio y pasivos</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Pasivos</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Pasivos corrientes</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Otros pasivos financieros corrientes	21	34,614,974	30,285,424	28,579,191	34,490,777	25,926,739	20,034,235
Pasivos por arrendamientos	22						
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	23	12,561,617	13,066,217	12,464,302	12,910,757	12,207,492	12,927,287
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	11	930,180	655,074	673,688	860,557	9,353	657,243
Otras provisiones a corto plazo	23	1,073,069	684,015	191,168	402,209	356,754	200,848
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	13	267,550	306,388	256,868	99,673	199,861	92,228
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	26	577,229	534,707	518,246	505,990	550,879	543,710
Otros pasivos no financieros corrientes	25	339,417	407,420	364,755	441,384	348,060	261,452
Total pasivos corrientes distintos de aquellos mantenidos para la venta		51,413,416	45,939,246	43,048,218	49,711,347	39,599,137	34,717,001
Pasivos mantenidos para la venta	39	14,041	8,077	13,892	25,328	1,207,202	
<b>Pasivos corrientes totales</b>		<b>51,427,457</b>	<b>45,947,322</b>	<b>43,062,110</b>	<b>49,736,674</b>	<b>40,806,339</b>	<b>34,717,001</b>
<b>Pasivos no corrientes</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Otros pasivos financieros no corrientes	21	21,768,575	23,824,759	23,720,929	16,742,502	19,965,724	24,476,049
Pasivos por arrendamientos	22	12,896,736					
Cuentas por pagar no corrientes	23	47,254	6,549	3,633	1,412		
Pasivo por impuestos diferidos	13	2,216,622	1,833,112	1,655,439	1,641,952	321,444	330,935
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	26	322,081	305,944	298,525	277,656	248,775	279,034
Otros pasivos no financieros no corrientes	25	27,112	318,298	298,613	287,470	282,839	105,694
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	11	3,064,888					
Otras provisiones a largo plazo	24	452,049					
<b>Total de pasivos no corrientes</b>		<b>40,795,317</b>	<b>26,288,663</b>	<b>25,977,140</b>	<b>18,950,991</b>	<b>20,818,783</b>	<b>25,191,713</b>
<b>Total de pasivos</b>		<b>92,222,774</b>	<b>72,235,986</b>	<b>69,039,249</b>	<b>68,687,665</b>	<b>61,625,122</b>	<b>59,908,714</b>
<b>Patrimonio</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Capital emitido	28	7,319,234	7,504,775	7,672,489	7,834,430	8,147,744	8,531,621
Ganancias (pérdidas) acumuladas	28	22,326,164	23,170,683	22,313,403	20,164,441	18,142,177	18,668,412
Prima de emisión		5,834,042	5,981,934	6,115,616	6,244,696	6,494,434	6,800,416
Otras reservas	28	1,625,080	505,726	-551,554	155,165	726,337	188,823
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora		37,104,521	37,163,118	35,549,955	34,398,732	33,510,693	34,189,271
Participaciones no controladoras	29	4,510	11,212	11,175	11,094	10,073	12,282
<b>Patrimonio total</b>		<b>37,109,032</b>	<b>37,174,330</b>	<b>35,561,131</b>	<b>34,409,826</b>	<b>33,520,765</b>	<b>34,201,553</b>
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>		<b>129,331,806</b>	<b>109,410,316</b>	<b>104,600,380</b>	<b>103,097,492</b>	<b>95,145,887</b>	<b>94,110,267</b>

Fuente: CMF

## Anexo 5: Estado de resultados de Ripley Corp S.A. en UF

Ripley   EERR en UF	Nota	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Ingresos de actividades ordinarias	31	62,016,282	62,654,758	62,812,070	61,441,239	61,599,180	64,520,205
Costo de ventas		40,165,943	39,251,933	39,630,837	38,483,294	38,673,062	40,428,132
<b>Ganancia bruta</b>		<b>21,850,339</b>	<b>23,402,826</b>	<b>23,181,234</b>	<b>22,957,946</b>	<b>22,926,118</b>	<b>24,092,073</b>
Costos de distribución		206,543	270,326	297,065	271,614	262,723	313,394
Gastos de administración	32	20,372,837	20,327,688	20,060,118	20,203,896	20,312,758	21,362,644
Otras ganancias (pérdidas)	34	3,489,463	181,117	329,402	729,819	-202,999	-326,408
<b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales</b>		<b>4,760,421</b>	<b>2,985,928</b>	<b>3,153,452</b>	<b>3,212,254</b>	<b>2,147,639</b>	<b>2,089,626</b>
Ingresos financieros	35	89,252	100,159	136,877	108,866	156,759	103,347
Costos financieros	35	1,328,302	783,342	840,821	784,451	744,986	791,959
Participación en asociadas	15	1,016,449	1,022,397	1,407,317	906,805	530,714	734,368
Diferencias de cambio	36	213,040	-37,513	-33,009	52,980	-97,972	-90,918
Resultados por unidades de reajuste	37	21,280	19,653	-41,924	34,517	65,467	45,686
<b>Ganancia (pérdida), antes de impuestos</b>		<b>4,772,140</b>	<b>3,307,282</b>	<b>3,781,893</b>	<b>3,530,971</b>	<b>2,057,621</b>	<b>2,090,151</b>
Gasto por impuestos a las ganancias	13	1,182,637	741,679	364,634	542,551	478,807	222,859
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas		3,589,503	2,565,603	3,417,259	2,988,420	1,578,814	1,867,291
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	39	18,686	-1,203	-186,351	1,412,268	-3,622,432	0
<b>Ganancia (pérdida)</b>		<b>3,608,189</b>	<b>2,564,400</b>	<b>3,230,908</b>	<b>4,400,688</b>	<b>-2,043,618</b>	<b>1,867,291</b>

Fuente: CMF

## Anexo 6: Ingresos de Ripley por segmentos

	2019	2018	2017	2016	2015
<b>Retail Chile</b>					
Ingresos	28,263,873	30,100,149	30,223,552	29,345,446	29,747,666
Ganancia Bruta	8,081,024	9,040,319	9,332,255	9,203,128	8,524,060
GAV y otros	-8,827,082	-8,956,021	-8,729,664	-8,862,732	-8,021,382
Resultado operacional	-746,094	84,297	602,591	32,971	502,638
Resultado no operacional	-489,977	108,409	120,465	-254,547	-162,057
Resultado neto	-870,491	147,907	587,274	-74,435	285,389
EBITDA	384,715	622,254	1,161,226	1,005,200	1,235,913
<b>Retail Peru</b>					
Ingresos	15,723,854	15,053,896	15,085,651	15,575,378	16,008,195
Ganancia Bruta	4,395,665	4,213,960	4,033,602	4,145,423	4,294,861
GAV y otros	-4,010,391	-4,003,107	-4,230,662	-4,059,229	-4,124,331
Resultado operacional	340,973	210,853	-197,060	86,194	166,533
Resultado no operacional	-341,633	-159,607	-110,634	-226,802	-238,590
Resultado neto	-5,856	-45,761	-214,744	-139,109	-87,243
EBITDA	978,423	654,668	248,554	499,142	589,681
<b>Bancario Chile</b>					
Ingresos	11,718,152	11,585,951	11,124,297	10,796,085	10,950,086
Ganancia Bruta	6,259,910	7,181,139	6,793,298	6,723,444	6,802,615
GAV y otros	-5,123,357	-5,395,618	-5,072,910	-4,960,674	-5,159,061
Resultado operacional	1,136,517	1,785,484	1,720,387	1,956,909	1,643,554
Resultado no operacional	-22,833	-7,399	13,021	-78,585	3,357
Resultado neto	854,659	1,358,844	1,344,539	1,548,073	1,381,624
EBITDA	2,597,831	3,113,222	2,981,116	3,262,270	3,060,707
<b>Bancario Perú</b>					
Ingresos	5,778,886	5,196,152	5,545,446	5,410,743	4,914,436
Ganancia Bruta	3,429,197	3,311,866	3,326,462	3,442,267	3,506,595
GAV y otros	-2,699,604	-2,565,820	-2,539,861	-2,633,434	-2,659,620
Resultado operacional	729,665	746,046	786,616	808,795	846,975
Resultado no operacional	-52,561	-2,948	-6,524	-33,432	-41,643
Resultado neto	453,905	481,387	524,034	542,104	562,785
EBITDA	1,581,785	1,559,055	1,668,564	1,674,924	1,531,173
<b>Inmobiliario</b>					
Ingresos	531,517	718,611	833,124	313,588	-21,203
Resultado neto	3,904,663	1,598,484	1,965,947	912,166	654,304

Fuente: Ripley Corp S.A.

## Anexo 7: Estimaciones MCO para el beta de Ripley

Resumen al 31-12-2019

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.669009812
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0.447574129
R <sup>2</sup> ajustado	0.442262342
Error típico	0.024717474
Observaciones	106

### ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad de cuadrado de los cuas</i>		<i>F</i>	<i>valor crítico de F</i>
Regresión	1	0.051479281	0.051479281	84.26055301
Residuos	104	0.063539165	0.000610954	4.57378E-15
Total	105	0.115018446		

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>superior 95.0%</i>
Intercepción	-0.00393325	0.002410628	-1.63162959	0.105782096	-0.00871362	0.000847114	-0.00871362	0.000847114
Variable X 1	1.291035518	0.140645564	9.179354716	4.57378E-15	1.012130087	1.569940948	1.012130087	1.569940948

Resumen al 31-12-2018

Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0.478783289
R <sup>2</sup> ajustado	0.473722933
Error típico	0.028180724
Observaciones	105

### ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad de cuadrado de los cuas</i>		<i>F</i>	<i>valor crítico de F</i>
Regresión	1	0.075138441	0.075138441	94.61453897
Residuos	103	0.081797782	0.000794153	2.99535E-16
Total	104	0.156936223		

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>superior 95.0%</i>
Intercepción	0.000563143	0.002777715	0.20273592	0.839741384	-0.0049458	0.006072084	-0.0049458	0.006072084
Variable X 1	1.524131941	0.156690846	9.727000513	2.99535E-16	1.213372604	1.834891278	1.213372604	1.834891278

Resumen al 31-12-2017

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.536612552
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0.28795303
R <sup>2</sup> ajustado	0.281106425
Error típico	0.038143118
Observaciones	106

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Media Cuadrado	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0.061189759	0.061189759	42.05778052	3.0448E-09
Residuos	104	0.151309338	0.001454897		
Total	105	0.212499097			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0.002921034	0.003828522	0.762966539	0.447210524	-0.00467107	0.010513137	-0.00467107	0.010513137
Variable X 1	1.382334759	0.213152315	6.48519703	3.0448E-09	0.95964572	1.805023798	0.95964572	1.805023798

Resumen al 31-12-2016

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.373587173
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0.139567376
R <sup>2</sup> ajustado	0.131213661
Error típico	0.047232355
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Media Cuadrado	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0.037272066	0.037272066	16.70722299	8.65786E-05
Residuos	103	0.22978222	0.002230895		
Total	104	0.267054286			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0.002863568	0.004621386	0.619634179	0.536866972	-0.00630186	0.012028997	-0.00630186	0.012028997
Variable X 1	1.256406739	0.307381781	4.087447002	8.65786E-05	0.646787474	1.866026003	0.646787474	1.866026003

Resumen al 31-12-2015

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.453586666
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0.205740864
R <sup>2</sup> ajustado	0.198247853
Error típico	0.043786274
Observaciones	108

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Media Cuadrado	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0.052642947	0.052642947	27.45770312	8.22709E-07
Residuos	106	0.20322721	0.001917238		
Total	107	0.255870157			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0.0019413	0.004213382	-0.46074747	0.645923695	-0.01029474	0.006412134	-0.01029474	0.006412134
Variable X 1	1.470144168	0.280561337	5.24000984	8.22709E-07	0.913904029	2.026384307	0.913904029	2.026384307

Fuente: Elaboración propia

## Anexo 8: Balance de Falabella en UF

Falabella   Balance en UF	Nota	31-12-2019	31-12-2018	31-12-2017	31-12-2016	31-12-2015	31-12-2014
<b>Activos</b>							
<b>Negocios no bancarios</b>							
<b>Activos corrientes</b>							
Efectivo y equivalentes al efectivo	3	10,769,051	12,961,194	8,732,042	7,736,316	8,285,039	8,839,078
Otros activos financieros corrientes	4	523,340	950,901	608,215	1,065,720	943,363	443,211
Otros activos no financieros corrientes	5	3,496,664	4,676,624	4,103,777	3,748,771	3,542,394	3,708,274
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	6	18,085,023	75,454,268	73,965,560	69,106,532	67,217,385	61,508,412
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas,	7	1,585,985	2,209,173	322,478	235,759	203,788	601,881
Inventarios corrientes		47,850,754	51,921,806	46,595,748	46,392,349	46,905,584	42,651,234
Activos por impuestos corrientes, corrientes	9	4,206,197	3,257,745	2,882,254	2,916,935	2,182,946	2,074,240
Total de activos corrientes distintos de los activo		86,517,014	151,431,711	137,210,075	131,202,382	129,280,500	119,826,332
Activos no corrientes o grupos de activos para su	2,16	623,652	639,462	408,945	119,976	126,978	132,897
<b>Activos corrientes totales</b>		<b>87,140,667</b>	<b>152,071,173</b>	<b>137,619,020</b>	<b>131,322,358</b>	<b>129,407,479</b>	<b>119,959,229</b>
<b>Activos no corrientes</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Otros activos financieros no corrientes	4	7,344,557	3,884,493	2,453,607	2,818,998	6,594,077	2,993,160
Otros activos no financieros no corrientes	5	3,728,063	3,505,627	2,813,120	2,210,024	1,462,686	1,367,955
Cuentas por cobrar no corrientes	6	399,436	11,000,961	10,352,620	9,249,873	8,149,446	8,627,573
Inversiones contabilizadas utilizando el método	11	6,874,272	4,996,561	5,204,610	4,195,536	7,359,458	6,835,174
Activos intangibles distintos de la plusvalía	12	12,302,636	11,166,712	10,512,234	10,379,815	9,867,854	9,771,590
Plusvalía	13	23,305,115	23,281,418	18,982,234	19,957,718	18,450,365	19,499,762
Propiedades, planta y equipo	13	132,775,679	100,334,865	95,774,905	96,081,772	95,035,215	94,509,754
Propiedad de inversión	15	116,142,177	109,404,189	109,468,060	108,474,374	103,604,699	104,345,481
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	9	625,397	601,552				
Activos por impuestos diferidos	10	7,621,229	6,996,114	5,574,243	5,050,144	3,673,982	2,852,680
<b>Total de activos no corrientes</b>		<b>311,118,561</b>	<b>275,172,492</b>	<b>261,135,632</b>	<b>258,418,254</b>	<b>254,197,782</b>	<b>250,803,129</b>
<b>Total activos de negocios no bancarios</b>		<b>398,259,228</b>	<b>427,243,665</b>	<b>398,754,653</b>	<b>389,740,612</b>	<b>383,605,261</b>	<b>370,762,358</b>
<b>Activos Bancarios</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Efectivo y depósitos en bancos	3	10,926,651	10,159,278	8,497,704	11,658,732	14,901,479	14,530,177
Operaciones con liquidación en curso	3	2,905,356	2,108,928	804,244	2,450,522	554,908	423,723
Instrumentos para negociación	3	6,438,355	5,457,557	2,678,866	3,136,580	4,402,309	2,337,800
Contratos de derivados financieros		14,761,705	3,243,101	1,001,091	379,318	349,455	606,947
Adeudado por bancos		0	0	0	0	0	1,254,502
Créditos y cuentas por cobrar a clientes	6	187,375,002	103,934,111	97,498,006	100,751,095	98,755,800	91,244,202
Instrumentos de inversión disponibles para la	16	24,449,646	24,254,332	24,744,438	21,753,004	16,909,268	11,048,543
Inversiones en sociedades	11	133,607	117,040	107,679	117,723	111,957	79,936
Intangibles	12	2,804,530	2,512,728	2,282,805	1,907,223	1,363,951	994,690
Activo fijo	14	2,617,467	1,511,126	1,277,050	1,293,747	1,420,975	1,545,629
Impuestos corrientes	9	455,731	191,933	292,278	137,405	73,945	78,409
Impuestos diferidos	10	1,752,141	917,505	603,502	728,826	742,549	607,192
Otros activos	17	5,317,353	2,861,901	1,147,898	1,066,119	842,792	677,297
<b>Total activos servicios bancarios</b>		<b>259,937,545</b>	<b>157,269,540</b>	<b>140,935,561</b>	<b>145,380,293</b>	<b>140,429,387</b>	<b>125,429,047</b>
<b>Total de activos</b>		<b>658,196,773</b>	<b>584,513,205</b>	<b>539,690,214</b>	<b>535,120,905</b>	<b>524,034,648</b>	<b>496,191,405</b>
<b>Patrimonio y pasivos</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Pasivos</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Negocios no bancarios</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Pasivos corrientes</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Otros pasivos financieros corrientes	18	15,937,610	36,445,342	31,410,905	41,198,458	29,522,711	30,822,112
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas	19	39,821,583	41,572,392	40,850,156	40,258,174	40,778,984	40,427,513
Cuentas por pagar a entidades relacionadas,	7	613,633	563,523	287,383	249,262	129,503	414,043
Otras provisiones a corto plazo	20	852,940	2,008,179	538,035	508,419	478,702	428,880
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	9	1,105,969	1,238,288	1,393,610	1,432,690	1,795,218	1,076,911
Provisiones corrientes por beneficios a los	21	5,365,378	5,402,180	5,210,925	4,997,811	4,861,767	4,627,447
Otros pasivos no financieros corrientes	22	8,919,354	5,999,750	6,123,640	5,761,211	5,545,878	5,420,887
<b>Pasivos corrientes totales</b>		<b>72,616,468</b>	<b>93,229,654</b>	<b>85,814,655</b>	<b>94,406,025</b>	<b>83,112,763</b>	<b>83,217,993</b>
<b>Pasivos no corrientes</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Otros pasivos financieros no corrientes	18	101,000,205	103,313,399	113,133,503	102,794,756	107,938,261	96,934,495
Cuentas por pagar no corrientes	19	68,955	40,121	40,717	47,316	50,445	50,583
Otras provisiones a largo plazo	20	344,321	343,239	415,693	494,792	606,430	734,368
Pasivo por impuestos diferidos	10	22,042,556	21,783,235	21,399,364	21,650,134	20,118,553	21,183,831
Provisiones no corrientes por beneficios a los	21	2,009,335	1,679,724	1,241,825	1,119,957	841,081	825,112
Otros pasivos no financieros no corrientes	22	34,299,813	2,029,198	1,719,161	1,593,282	1,609,261	1,346,815
<b>Total de pasivos no corrientes</b>		<b>159,765,186</b>	<b>129,188,917</b>	<b>137,950,263</b>	<b>127,700,237</b>	<b>131,164,031</b>	<b>121,075,205</b>
<b>Total pasivos de negocios no bancarios</b>		<b>232,381,653</b>	<b>222,418,571</b>	<b>223,764,918</b>	<b>222,106,262</b>	<b>214,276,794</b>	<b>204,292,999</b>
<b>Pasivos Servicios Bancarios</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Depósitos y otras obligaciones a la vista		28,805,945	23,525,277	20,440,905	16,435,676	12,856,423	10,099,851
Operaciones con liquidación en curso	3	2,656,434	1,708,542	569,744	2,221,987	381,364	203,077
Depósitos y otras captaciones a plazo	23	108,681,290	93,440,554	74,805,494	77,497,697	79,458,350	69,950,560
Contratos de derivados financieros		16,455,287	3,204,929	1,173,468	359,251	326,377	361,455
Obligaciones con bancos	24	19,644,003	2,897,578	3,063,046	4,485,444	3,592,217	2,800,589
Instrumentos de deuda emitidos	25	9,473,486	9,869,681	9,117,020	10,144,533	11,751,573	10,074,412
Otras obligaciones financieras	25	3,209,816	4,133,485	4,916,519	5,591,585	6,375,494	7,353,869
Impuestos corrientes	9	106,758	3,383		46,675	172,951	2,490
Provisiones	20	1,149,448	427,344	62,827	90,004	255,616	229,810
Otros pasivos	26	11,875,764	2,482,876	2,563,859	2,143,397	2,267,113	2,061,303
<b>Total pasivos Servicios Bancarios</b>		<b>202,058,230</b>	<b>141,693,649</b>	<b>116,712,884</b>	<b>119,016,249</b>	<b>117,437,478</b>	<b>103,137,417</b>
<b>Total de pasivos</b>		<b>434,439,884</b>	<b>364,112,221</b>	<b>340,477,801</b>	<b>341,122,511</b>	<b>331,714,273</b>	<b>307,430,416</b>
<b>Patrimonio</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Capital emitido	34	33,008,058	33,844,805	20,074,181	20,497,879	21,317,629	22,321,998
Ganancias (pérdidas) acumuladas		159,378,597	162,746,810	157,422,089	148,806,130	137,873,831	130,721,286
Prima de emisión	34	3,356,107	3,441,184	3,518,086	3,592,341	3,736,006	3,912,026
Acciones propias en cartera		1,558,286	1,649,466	1,017,719	1,349,809	344,990	146,276
Otras reservas	34	-5,383,114	-11,829,921	-14,445,426	-10,905,237	-5,272,648	-3,850,006
Patrimonio atribuible a los propietarios de la		188,801,362	186,553,412	165,551,210	160,641,305	157,309,828	152,959,028
Participaciones no controladoras		34,955,527	33,847,572	33,661,202	33,357,089	35,010,547	35,801,961
<b>Patrimonio total</b>		<b>223,756,889</b>	<b>220,400,984</b>	<b>199,212,412</b>	<b>193,998,394</b>	<b>192,320,375</b>	<b>188,760,989</b>
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>		<b>658,196,773</b>	<b>584,513,205</b>	<b>539,690,214</b>	<b>535,120,905</b>	<b>524,034,648</b>	<b>496,191,405</b>

## Anexo 9: Estado de resultados de Falabella en UF

Falabella   EERR en UF	Nota	2019	2018	2017	2016	2015	2014
<b>Negocios no bancarios</b>							
Ingresos de actividades ordinarias	27	289,131,526	312,289,500	308,967,121	303,516,140	310,069,638	294,540,417
Costo de ventas	28	195,052,553	202,775,411	199,332,293	199,084,836	203,697,120	194,800,852
<b>Ganancia bruta</b>		<b>94,078,973</b>	<b>109,514,089</b>	<b>109,634,828</b>	<b>104,431,303</b>	<b>106,372,518</b>	<b>99,739,565</b>
Costos de distribución		4,582,828	4,263,804	3,640,508	3,448,985	3,288,890	3,464,171
Gastos de administración	29	70,387,239	71,668,606	69,524,822	65,964,577	67,364,217	60,991,382
Otros gastos, por función		5,094,324	5,242,074	5,619,263	5,196,598	5,686,029	5,707,954
Otras ganancias (pérdidas)	31	746,616	886,403	123,805	6,176,397	1,343,406	355,968
<b>Ganancias (pérdidas) de</b>	<b>30</b>	<b>14,761,199</b>	<b>29,226,007</b>	<b>30,974,039</b>	<b>35,997,540</b>	<b>31,376,788</b>	<b>29,932,026</b>
Ingresos financieros		983,721	1,372,345	568,793	586,723	1,353,565	818,436
Costos financieros		7,536,004	6,681,402	7,352,579	7,976,448	6,955,181	5,826,345
Participación en las ganancias	11	12,091	261,071	575,017	816,518	1,010,008	1,094,568
Diferencias de cambio		-792,162	-581,370	-17,539	139,777	-727,715	-1,683,395
Resultados por unidades de	30	-787,811	-828,060	-649,716	-1,002,506	-1,337,042	-1,720,557
<b>Ganancia (pérdida), antes de</b>		<b>6,641,034</b>	<b>22,768,590</b>	<b>24,098,016</b>	<b>28,561,603</b>	<b>24,720,423</b>	<b>22,614,732</b>
Gasto por impuestos a las	10	2,229,379	5,619,350	6,018,405	5,709,643	5,409,416	4,244,443
<b>Ganancia (pérdida) de</b>		<b>4,411,655</b>	<b>17,149,240</b>	<b>18,079,611</b>	<b>22,851,961</b>	<b>19,311,007</b>	<b>18,370,289</b>
<b>Servicios bancarios</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Ingresos por intereses y reajustes	27	39,805,068	22,048,653	21,846,497	20,238,676	19,395,713	18,647,600
Gastos por intereses y reajustes	28	6,574,178	4,549,578	4,959,717	5,846,623	5,330,120	5,437,647
<b>Ingresos netos por intereses y</b>		<b>33,230,890</b>	<b>17,499,075</b>	<b>16,886,780</b>	<b>14,392,054</b>	<b>14,065,593</b>	<b>13,209,953</b>
Ingresos por comisiones	27	8,797,313	5,580,015	5,445,072	6,282,359	5,431,849	4,472,499
Gastos por comisiones	28	4,166,575	1,726,800	1,539,767	1,542,337	1,343,121	1,222,735
<b>Ingresos netos por comisiones</b>		<b>4,630,738</b>	<b>3,853,215</b>	<b>3,905,305</b>	<b>4,740,022</b>	<b>4,088,728</b>	<b>3,249,764</b>
<b>Utilidad neta de operaciones</b>		<b>617,064</b>	<b>760,461</b>	<b>188,680</b>	<b>684,469</b>	<b>93,584</b>	<b>-46,825</b>
Utilidad (Pérdida) de cambio neta		153,994	-330,666	208,841	-222,021	353,868	450,320
Otros ingresos operacionales		122,136	78,361	51,823	-2,672	85,836	34,614
Provisión por riesgo de crédito	28	12,125,061	6,547,721	6,736,105	5,628,985	4,583,887	3,742,113
<b>Total ingreso operacional</b>		<b>26,629,760</b>	<b>15,312,724</b>	<b>14,505,323</b>	<b>13,962,867</b>	<b>14,103,721</b>	<b>13,155,713</b>
Remuneraciones y gastos del	29	5,367,545	4,056,843	3,780,199	3,691,055	3,633,588	3,496,454
Gastos de Administración	29	7,101,930	5,703,565	5,193,850	4,822,102	4,490,697	4,235,654
Depreciaciones y amortizaciones	29	1,256,409	779,485	743,755	646,005	624,984	648,209
Otros gastos operacionales	29	1,591,234	754,965	653,866	451,147	421,589	439,499
<b>Total gastos operacionales</b>		<b>15,317,118</b>	<b>11,294,858</b>	<b>10,371,670</b>	<b>9,610,309</b>	<b>9,170,858</b>	<b>8,819,817</b>
<b>Resultado operacional</b>		<b>11,312,642</b>	<b>4,017,866</b>	<b>4,133,652</b>	<b>4,352,558</b>	<b>4,932,863</b>	<b>4,335,896</b>
Resultado por inversiones en	11	29,976	20,291	17,675	19,537	21,230	14,996
<b>Resultado antes de impuesto a</b>		<b>11,342,618</b>	<b>4,038,157</b>	<b>4,151,327</b>	<b>4,372,094</b>	<b>4,954,093</b>	<b>4,350,893</b>
Impuesto a la renta	31	2,967,188	1,172,214	1,197,304	1,168,624	1,326,008	1,081,473
<b>Resultado de operaciones</b>		<b>8,375,430</b>	<b>2,865,943</b>	<b>2,954,024</b>	<b>3,203,470</b>	<b>3,628,085</b>	<b>3,269,420</b>
Ganancia (Pérdida) Servicios		8,375,430	2,865,943	2,954,024	3,203,470	3,628,085	3,269,420
<b>Ganancia (pérdida)</b>		<b>12,787,085</b>	<b>20,015,183</b>	<b>21,033,635</b>	<b>26,055,430</b>	<b>22,939,092</b>	<b>21,639,709</b>

Fuente: CMF

## Anexo 10: Balance de El Puerto de Liverpool en UF

Liverpool   Balance en UF	Nota	31-12-2019	31-12-2018	31-12-2017	31-12-2016	31-12-2015	31-12-2014
Activo							
<b>ACTIVO CIRCULANTE:</b>							
Efectivo y equivalentes de efectivo	7	24,225,237	16,242,599	21,625,601	33,246,499	13,733,150	10,604,642
Cartera de créditos a corto plazo - Neto	8	37,284,517	32,107,766	33,501,748	30,624,732	36,420,128	37,889,460
Impuesto al valor agregado por recuperar		3,057,977	2,251,013	2,997,332	3,799,509	2,110,770	1,956,964
Impuesto sobre la renta por recuperar		-	431,770	-	-	-	-
Otras cuentas por cobrar - Neto	9	2,506,893	2,392,124	2,838,143	1,420,640	1,466,045	1,314,920
Instrumentos financieros derivados	10	443,699	23,900	73,571	-	-	-
Inventarios		30,342,547	24,807,863	24,032,350	20,965,686	22,159,890	21,158,035
Pagos anticipados		2,346,340	1,853,702	2,487,932	2,480,404	2,087,526	1,729,636
<b>Total del activo circulante</b>		<b>100,207,211</b>	<b>80,110,738</b>	<b>87,556,677</b>	<b>92,537,470</b>	<b>77,977,509</b>	<b>74,653,657</b>
<b>ACTIVOS NO CIRCULANTES:</b>							
Cartera de créditos a largo plazo - Neto	8	12,291,312	11,282,344	12,074,755	11,543,172	12,770,501	13,761,553
Otras cuentas por cobrar a largo plazo - Neto	9	355,700	331,351	344,085	292,187	337,062	357,136
Instrumentos financieros derivados	10	2,793,097	4,375,860	4,544,708	5,236,732	2,426,454	1,440,229
Inversión en acciones de asociadas	11	10,992,851	10,212,248	9,639,448	9,985,664	10,370,050	9,050,036
Propiedades de inversión - Neto	12	29,049,911	24,801,970	24,598,980	22,872,225	26,088,043	28,154,169
Propiedades, mobiliario y equipo - Neto	13	65,332,284	56,538,125	57,012,640	46,102,564	51,079,717	54,702,509
Intangibles - Neto	14	21,027,549	19,781,254	21,156,955	3,466,880	3,714,160	3,723,590
Derechos de uso de activos							
Impuesto sobre la renta diferido	21.2	3,283,392	2,113,439	1,817,709	883,901	332,312	-
Beneficios a los empleados - Neto		-	-	-	-	26,243	345,983
<b>Total del activo</b>		<b>260,717,443</b>	<b>209,547,328</b>	<b>218,745,957</b>	<b>192,920,794</b>	<b>185,358,240</b>	<b>186,188,863</b>
Pasivo							
<b>PASIVO A CORTO PLAZO:</b>							
Proveedores		29,471,311	28,433,170	29,296,543	24,838,995	24,337,189	23,309,977
Acreedores	15	12,159,000	11,819,432	12,548,002	8,682,044	9,410,802	9,289,838
Provisiones	16	2,848,039	2,788,432	2,696,745	4,333,724	4,265,546	3,430,359
Deuda a corto plazo	8	4,695,549	-	3,716,643	-	-	-
Emisión de certificados bursátiles a corto plazo	10	-	-	-	2,730,000	-	-
Ingresos diferidos		3,021,548	2,531,498	2,678,445	2,505,679	2,816,893	2,924,316
Pasivos por arrendamientos a corto plazo							
Impuesto sobre la renta por pagar		508,593	-	170,866	1,367,924	1,159,333	3,383,032
Instrumentos financieros derivados	16	54,224	-	26,632	-	-	-
<b>Total del pasivo a corto plazo</b>	<b>17</b>	<b>55,255,092</b>	<b>45,572,532</b>	<b>51,133,874</b>	<b>44,458,365</b>	<b>41,989,762</b>	<b>42,337,521</b>
Deuda a largo plazo	21.2	41,219,633	36,640,512	43,366,109	1,197,893	1,474,330	1,658,621
Pasivos por arrendamientos a largo plazo							
Emisión de certificados bursátiles a largo plazo		-	-	-	35,815,481	21,079,376	22,360,356
Instrumentos financieros derivados		945,459	-	-	41,343	16,328	21,303
Beneficios a los empleados - Neto	20	3,210,801	1,982,623	1,942,240	1,023,400	842,248	794,909
Impuesto sobre la renta diferido		4,914,527	4,511,312	5,196,643	4,111,125	5,077,683	6,024,868
<b>Total del pasivo</b>	<b>20.2</b>	<b>118,933,530</b>	<b>88,706,980</b>	<b>101,638,866</b>	<b>86,647,607</b>	<b>70,626,678</b>	<b>73,389,305</b>
Capital contable	17	-	-	-	-	-	-
Capital social	18	4,386,567	4,049,138	4,386,567	4,386,567	5,398,851	6,073,708
Utilidades acumuladas	19	126,516,228	111,664,555	107,742,599	97,353,567	105,963,582	13,974,264
Reservas de capital	16	10,582,514	4,850,111	4,686,353	4,528,186	3,360,718	2,280,031
Capital contable atribuible a los propietarios de la controladora		141,485,308	120,563,684	116,815,518	106,268,319	114,723,152	112,793,837
Participación no controladora		311,592	276,544	291,573	4,869	8,410	5,720
<b>Total del capital contable</b>		<b>141,796,899</b>	<b>120,840,348</b>	<b>117,107,091</b>	<b>106,273,188</b>	<b>114,731,562</b>	<b>112,799,558</b>
<b>Total del pasivo y capital contable</b>		<b>260,730,430</b>	<b>209,547,328</b>	<b>218,745,957</b>	<b>192,920,794</b>	<b>185,358,240</b>	<b>186,188,863</b>

Fuente: El Puerto de Liverpool



### Anexo 11: Estado de resultados de El Puerto de Liverpool en UF

Liverpool   EERR en UF	Nota	2,019	2,018	2,017	2,016	2,015	2,014
Ingresos de operación:							
Ventas netas de mercancía		164,118,383	142,929,170	139,370,188	113,703,044	125,676,274	125,321,582
Intereses ganados de clientes		17,364,682	14,143,285	13,625,206	12,174,640	14,447,594	11,105,935
Ingresos por arrendamientos		4,619,492	4,166,935	4,035,477	4,133,087	4,833,330	4,922,143
Servicios y otros		483,224	1,402,310	1,787,891	56,323	1,111,426	4,499,356
<b>Total de ingresos</b>	<b>2.22</b>	<b>187,503,559</b>	<b>162,641,701</b>	<b>158,818,763</b>	<b>130,573,997</b>	<b>146,068,622</b>	<b>145,849,016</b>
Costos y gastos:		-	-	-	-	-	-
Costo de ventas		112,883,203	97,945,048	95,403,733	78,140,148	86,638,035	86,749,132
Provisión para pérdidas crediticias		5,084,650	4,026,454	4,005,323	-	-	-
Gastos de administración		44,613,158	40,359,757	39,608,517	35,005,541	39,182,096	39,431,378
Costos y gastos totales	23	162,580,998	142,331,258	139,017,574	113,145,689	125,820,131	126,180,509
Otros ingresos - Neto	22	-	-	-	-	-	335,444
<b>Utilidad de operación</b>		<b>24,922,561</b>	<b>20,310,443</b>	<b>19,801,189</b>	<b>17,428,308</b>	<b>20,248,491</b>	<b>20,003,951</b>
Intereses a cargo		-4,782,007	-3,235,093	-3,601,939	-	-	-
Costos financieros		-	-	-	-1,747,493	-1,552,024	-2,096,620
Utilidad cambiaria		-11,172	70,042	-1,163,430	974,741	-268,054	-152,260
Rendimientos sobre inversiones		1,071,285	1,003,493	886,120	436,054	414,426	363,170
Ingresos financieros		-	-	-	-	-	-
Participación en los resultados de asociadas	11	889,556	751,752	816,439	930,374	1,118,864	89,253
<b>Utilidad antes de impuestos</b>		<b>22,090,223</b>	<b>18,900,636</b>	<b>16,738,380</b>	<b>18,021,985</b>	<b>19,961,702</b>	<b>19,010,770</b>
Impuestos a la utilidad	21	5,979,843	4,846,148	3,886,142	4,775,498	5,221,064	5,034,922
<b>Utilidad neta consolidada</b>		<b>16,110,380</b>	<b>14,054,488</b>	<b>12,852,238</b>	<b>13,246,487</b>	<b>14,740,638</b>	<b>13,975,848</b>

Fuente: El Puerto de Liverpool

## Anexo 12: Balance general de Hites en UF

Hites   Balance en UF	2,019	2,018	2,017	2,016	2,015	2,014
<b>Activos [sinopsis]</b>						
<b>Activos corrientes [sinopsis]</b>						
Efectivo y equivalentes al efectivo	1,217,845	1,208,546	1,884,701	703,870	845,891	1,145,787
Otros activos financieros corrientes	18,683	29,160	215,942	214,572	211,572	
Otros activos no financieros corrientes	12,245	53,978	43,278	61,364	60,555	80,662
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	4,927,679	4,665,574	4,656,792	4,666,178	4,774,517	4,700,861
Inventarios corrientes	1,466,871	1,783,640	1,529,023	1,475,459	1,311,810	1,185,882
Activos por impuestos corrientes, corrientes	120,996	118,561	97,864	207,332	146,481	195,306
<b>Activos corrientes totales</b>	<b>7,764,319</b>	<b>7,859,459</b>	<b>8,427,600</b>	<b>7,328,775</b>	<b>7,350,826</b>	<b>7,308,499</b>
<b>Activos no corrientes [sinopsis]</b>	-	-	-	-	-	-
Otros activos financieros no corrientes	13,039				199,505	79,096
Otros activos no financieros no corrientes	24,740	24,600	36,932	20,952	26,686	34,562
Cuentas por cobrar no corrientes	995,974	994,520	874,344	800,786	694,571	717,247
Activos intangibles distintos de la plusvalía	332,475	340,554	408,941	491,271	564,048	520,852
Propiedades, planta y equipo	1,636,708	1,717,054	1,612,762	1,574,540	1,638,758	1,672,082
Activos por impuestos diferidos	1,574,775	1,485,785	1,254,825	1,180,096	1,200,420	1,171,686
<b>Total de activos no corrientes</b>	<b>8,112,523</b>	<b>4,562,512</b>	<b>4,187,803</b>	<b>4,067,645</b>	<b>4,323,989</b>	<b>4,195,524</b>
<b>Total de activos</b>	<b>15,876,842</b>	<b>12,421,971</b>	<b>12,615,403</b>	<b>11,396,420</b>	<b>11,674,815</b>	<b>11,504,022</b>
<b>Patrimonio y pasivos [sinopsis]</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Pasivos [sinopsis]</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Pasivos corrientes [sinopsis]</b>	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos financieros corrientes	933,342	1,556,561	599,532	253,864	735,318	523,644
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1,375,450	1,942,613	1,593,127	1,606,859	1,480,599	1,613,394
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	72,713	53,713	92,204	127,607	92,171	108,617
Otras provisiones a corto plazo	156,614	168,100	37,262	57,700	36,145	12,098
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	147,214	187,288	174,509	31,983	11,025	
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	93,001	98,062	278,125	174,361	165,843	156,717
Otros pasivos no financieros corrientes	-				74,030	91,483
<b>Pasivos corrientes totales</b>	<b>3,057,913</b>	<b>4,006,337</b>	<b>2,774,759</b>	<b>2,252,374</b>	<b>2,595,130</b>	<b>2,505,954</b>
<b>Pasivos no corrientes [sinopsis]</b>	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos financieros no corrientes	4,297,337	3,276,460	4,103,219	3,471,626	3,545,427	3,464,814
Pasivo por impuestos diferidos	3,789,332	58,098	88,001	108,531	104,260	
Pasivos por impuestos corrientes, no corrientes	-					80,004
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	20,014	17,113	14,029	53,976	27,084	5,816
Otros pasivos no financieros no corrientes	-					51,444
<b>Total de pasivos no corrientes</b>	<b>8,149,696</b>	<b>3,351,671</b>	<b>4,205,249</b>	<b>3,634,134</b>	<b>3,676,771</b>	<b>3,602,078</b>
<b>Total de pasivos</b>	<b>11,207,609</b>	<b>7,358,008</b>	<b>6,980,007</b>	<b>5,886,508</b>	<b>6,271,901</b>	<b>6,108,032</b>
<b>Patrimonio [sinopsis]</b>	-	-	-	-	-	-
Capital emitido	2,718,662	2,787,579	2,849,875	2,910,026	3,026,404	3,168,991
Ganancias (pérdidas) acumuladas	63,231	2,138,841	2,642,059	2,459,660	2,219,133	2,034,064
Prima de emisión	1,814,954	64,834	66,283	67,682	70,389	73,705
Otras reservas	71,818	72,216	76,745	72,186	86,172	118,583
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	4,668,665	5,063,470	5,634,962	5,509,555	5,402,098	5,395,343
Participaciones no controladoras	569	492	434	358	816	647
<b>Patrimonio total</b>	<b>4,669,234</b>	<b>5,063,963</b>	<b>5,635,396</b>	<b>5,509,913</b>	<b>5,402,914</b>	<b>5,395,990</b>
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	<b>15,876,842</b>	<b>12,421,971</b>	<b>12,615,403</b>	<b>11,396,420</b>	<b>11,674,815</b>	<b>11,504,022</b>

### Anexo 13: Estado de resultados de Hites en UF

Hites   EERR en UF	2,019	2,018	2,017	2,016	2,015	2,014
<b>Ganancia (pérdida) [sinopsis]</b>						
Ingresos de actividades ordinarias	11,658,602	11,658,392	11,736,836	11,624,081	11,204,115	11,511,372
Costo de ventas	7,247,017	7,053,993	7,011,428	6,943,239	6,712,800	7,033,296
<b>Ganancia bruta</b>	<b>4,411,585</b>	<b>4,604,400</b>	<b>4,725,408</b>	<b>4,680,842</b>	<b>4,491,315</b>	<b>4,478,076</b>
Costos de distribución	103,000	137,716	127,654	117,302	105,201	100,880
Gastos de administración	3,543,323	3,755,993	3,739,437	3,544,518	3,399,113	3,413,251
Otras ganancias (pérdidas)	17,750	-29,862	-5,129	-30,760	-44,676	-13,478
<b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales</b>	<b>783,012</b>	<b>680,829</b>	<b>853,187</b>	<b>988,262</b>	<b>942,326</b>	<b>950,467</b>
Ingresos financieros	25,004	33,506	24,108	31,494	35,712	39,886
Costos financieros	381,630	268,590	231,003	262,693	259,295	263,812
Diferencias de cambio	-8,266	-7,997	-1,855	-913	-46,664	-60,519
Resultados por unidades de reajuste	-104,665	-65,036	-2,890	-48,381	-66,479	-71,445
<b>Ganancia (pérdida), antes de impuestos</b>	<b>313,455</b>	<b>372,712</b>	<b>615,538</b>	<b>707,769</b>	<b>605,599</b>	<b>594,578</b>
Gasto por impuestos a las ganancias	86,514	67,088	111,974	99,088	84,781	72,783
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>226,941</b>	<b>305,624</b>	<b>503,563</b>	<b>608,682</b>	<b>520,819</b>	<b>521,795</b>

Fuente: CMF

### Anexo 14: Tipo de cambio utilizado en transformaciones

Año	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Promedio CLF/CLP	27,854.39	27,165.75	26,571.93	26,022.67	25,022.00	23,896.14

Año	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Promedio MXN/CLF	0.0013	0.0012	0.0013	0.0013	0.0016	0.0018

Año	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Promedio PEN/CLP	200.9891	195.3078	199.0221	200.5758	205.4009	200.9228

Fuente: Elaboración propia