

**UNIVERSIDAD DE CHILE  
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS  
ESCUELA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN**

**VALORACIÓN RIPLEY CORP**

**Seminario para optar al título de Ingeniero Comercial  
Mención Administración**

**Alumno: Abel Curiche Painemal**

**Profesor Guía: Edinson Cornejo Saavedra**

**Santiago de Chile  
Primavera 2010**

## INDICE DE CONTENIDO

	Pagina
Resumen ejecutivo	7
Objetivos	8
CAPITULO I	
1. Marco Teórico	9
1.1 Modelos	9
1.2 Modelo Contable	9
1.3 Modelo de Valoración por flujo de caja futuros descontados	9
1.4. Métodos de valoración para una compañía apalancada	10
1.4.1 El Valor de una empresa con deuda (VAA)	11
1.4.2 El método del flujo del capital	13
1.4.3 El método del promedio ponderado del costo del capital	13
CAPITULO II	
2. La Industria de Retail en tiendas por departamento	15
2.1. Breve reseña histórica	15
2.2 Análisis de la Industria	15
2.3 Análisis de las 5 fuerzas de Porter	15
2.3.1 Competidores	15
2.3.2 Compradores	16
2.3.3 Proveedores	17
2.3.4 Nuevos entrantes	17
2.3.5 Amenaza de servicios y productos sustitutos	17
CAPITULO III	
3. Desarrollo Caso Práctico	18
3.1 Descripción de Ripley Corp	18
3.2 Cobertura Geográfica	20
3.2.1 Chile	20
3.2.2 Perú	20

<b>3.3</b> Negocios de la Compañía	21
3.3.1 Retail	21
3.3.2 Negocio Financiero	21
3.3.3 Banco Ripley	21
<b>3.4</b> Apertura de la Compañía a la bolsa de comercio de Santiago	21
<b>3.5</b> Estructura de la Propiedad	22
3.5.1 Directorio de la Compañía	22
<b>3.6</b> Análisis Financiero	24
<b>3.6.1</b> Estado de Resultado	24
3.6.1.1 Ingresos de Explotación	24
3.6.1.2 Costo de Explotación	24
3.6.1.3 Gastos de Administración y Ventas (GAV)	25
3.6.1.4 Resultado de Explotación	25
3.6.1.5 Resultado fuera de Explotación	25
<b>3.6.2</b> Últimos Resultados	25
3.6.2.1 Resultado de Explotación	25
3.6.2.2 Resultado fuera de Explotación	25
<b>3.6.3.</b> Análisis de los Ratios Financieros	26
3.6.3.1 El Ebitda	26
3.6.3.2 Liquidez	27
3.6.3.3 Endeudamiento	27
3.6.3.4 Rentabilidad	28
3.6.3.5 Margen	28
3.6.3.6 Crecimiento en Ventas	29
3.6.3.7 Ratios de Valor de Mercado	29
3.6.3.8 Política de Dividendo	30
<b>3.6.4</b> Comparación con la competencia relevante	30
3.6.4.1 Liquidez	30
3.6.4.2 Índices de endeudamiento	31
3.6.4.3 Rentabilidad	31
3.6.4.4 Margen	31
3.6.4.5 Ratios de Valor de Mercado	31
<b>3.7.</b> Análisis FODA	32
3.7.1 Fortaleza de la Compañía	32

3.7.2 Oportunidades	33
3.7.3 Debilidades	33
3.7.4 Amenazas	33
<b>CAPITULO IV</b>	
<b>4. Valoración de la Empresa Ripley</b>	<b>35</b>
<b>4.1 Datos y Metodología utilizada</b>	<b>35</b>
4.1.1 Datos	35
<b>4.1.2 Metodología</b>	<b>36</b>
4.1.2.1 Construcción del Flujo de Efectivo	36
4.1.2.2 Cálculo de la tasa de descuento	36
<b>4.2 Proyección del Flujo de Efectivo</b>	<b>40</b>
4.2.1 Ingresos de Explotación	40
4.2.2 Costos de Explotación	41
4.2.3 Gastos de Administración y Ventas	41
4.2.4 Impuesto a la Renta	41
4.2.5 Depreciación	41
4.2.6 Inversiones en Activo Fijo	41
<b>4.3 Valor Total de la Empresa</b>	<b>42</b>
<b>CAPITULO V</b>	
<b>5. Simulación de Escenarios Futuros</b>	<b>44</b>
5.1. Descripción del Modelo	44
5.2. Análisis de Simulación de Escenarios Futuros	45
5.3. Resultados	46
<b>CAPITULO VI</b>	
<b>6. Valoración por Múltiplos</b>	<b>48</b>
<b>CAPITULO VII</b>	
<b>7. Conclusión</b>	<b>50</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>51</b>
<b>ANEXOS</b>	<b>52</b>

## INDICE DE FIGURAS

		Pagina
Figura N° 1	Distribución Ingreso Retail por País	19
Figura N° 2	Distribución Ingreso Financiero por País	19
Figura N° 3	Superficie de Ventas por Habitantes	20
Figura N° 4	Estructura de la Propiedad	22
Figura N° 5	Distribución de frecuencia del precio accionario estimado para Ripley	47

## INDICE DE CUADROS

	Pagina
Cuadro N° 1 Estado de resultado período 2005 a Septiembre 2010	24
Cuadro N° 2 Indicadores Financieros período 2005 a Septiembre de 2010	26
Cuadro N° 3 Política de Dividendo de Ripley	30
Cuadro N° 4 Comparación Indicadores Financieros al mes de Septiembre 2010	30
Cuadro N° 5 Estimación del Beta ( $\beta$ )	38
Cuadro N° 6 Cálculo del Leverage	39
Cuadro N° 7 Proyecciones	40
Cuadro N° 8 Flujo de Caja Operacional Neto Proyectado	42
Cuadro N° 9 Flujo descontados con $R_{WACC}$	42
Cuadro N° 10 Cálculo del Valor Esperado de la Acción	43
Cuadro N° 11 Resultado del proceso de valoración económica de la empresa Ripley	46
Cuadro N° 12 Principales resultados de la simulación de escenarios futuros en la valoración económica de la empresa Ripley	46
Cuadro N° 13 Análisis de percentiles	47
Cuadro N° 14 Ratios de Mercado	48
Cuadro N° 15 Valoración por Múltiplos	49

## RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo de esta tesis es estimar el valor económico de la empresa Ripley Corp. Para ello se utilizará el modelo de valoración por flujo de caja futuros descontados, además del método de valoración por múltiplos.

Para encontrar los determinantes claves que permitan hacer una buena estimación, se realizó un breve análisis de la industria relevante, para luego centrarse en el análisis de la empresa Ripley, sus negocios, un análisis financiero de los últimos 5 años, comparación de los indicadores financieros a Septiembre 2010 con los principales competidores, sus fortalezas y sus debilidades.

Una vez analizada la situación de la empresa, se realizó la proyección de los flujos futuros para un horizonte de 5 años, para luego descontarlos mediante el método del  $R_{WACC}$  y obtener el valor de mercado de la acción de Ripley Corp.

Los resultados fueron simulados mediante el método de Monte Carlo, el cual entrega el valor más probable de la acción de Ripley que es de \$642,3 y su rango de fluctuación es de \$259,95 y \$1.004,96. El precio de cierre de la acción de Ripley al 30 de Diciembre de 2010 es de \$650, el cual se encuentra dentro del rango de fluctuación y es muy cercano al precio más probable estimado.

## **OBJETIVOS**

### **Objetivos Generales**

Este trabajo tiene por objetivo estimar el valor económico de la empresa Ripley Corp. Para ello se utilizará el modelo de valoración por flujo de caja futuros descontados, además del método de valoración por múltiplos.

### **Objetivos Específicos**

- Analizar los métodos de valoración de empresas más utilizados en el mundo de las finanzas.
- Aplicar la metodología de valoración a la empresa Ripley Corp
- Estimar el precio más probable de la acción de Ripley Corp., junto con el rango dentro del cual éste podría fluctuar, dada una determinada probabilidad de ocurrencia.



# CAPITULO I

## 1. Marco Teórico

### 1.1 Modelos

Valorar una empresa es el proceso de estimar el valor de una compañía, lo cual implica realizar un análisis que permita cuantificar el valor justo de ésta, por lo que es necesario estimar qué beneficios nos entregará en el futuro, adicionalmente a lo que posee la compañía en un momento determinado. Para realizar este proceso existen varias herramientas conocidas y sencillas de aplicar, sin embargo, éstas difieren significativamente una de otras y las podemos clasificar en dos modelos de valoración; por un lado las contables y por otro las asociadas a la generación de valor de los beneficios futuros que la compañía sea capaz de generar, es decir, a la rentabilidad futura; en ambos casos podemos encontrar ventajas y limitaciones. Las ventajas están vinculadas a la simplicidad de la aplicación del método, la cantidad y calidad de información con que se cuente y la capacidad de valorar adecuadamente los flujos futuros; por su parte, las limitaciones en general están asociadas a la incapacidad de predecir el futuro por el alto grado de incertidumbre en que normalmente están inmersas las compañías.

### 1.2 Modelo contable

El modelo utilizando únicamente las herramientas contables si bien resulta bastante fácil de aplicar, en general es poco útil para estimar el verdadero valor de una compañía, puesto que su criterio de valorización de activo difiere del valor económico del recurso disponible y normalmente no contempla en forma explícita la capacidad de la generación de flujos futuros, debido a que la contabilidad se caracteriza por agrupar cuentas cuyas cifras son el resultado de hechos pasados y presentes, y no incorpora elementos que son tremendamente importantes en la generación de valor tales como, el *Managment*, las sinergias desarrolladas por el negocio, valor de la marca y otros factores.

### 1.3 Modelo de Valoración por flujo de caja futuros descontados

El Modelo de valoración basado en la rentabilidad futura a través del flujo de caja descontado, utilizando herramientas que nos permitan cuantificar la capacidad de generar beneficios futuros

incorporando todos aquellos elementos que no están reflejados en la contabilidad, pero que son esenciales para el desarrollo sustentable del negocio y la agregación de valor para los accionistas como lo es la intangibilidad del *Managment* por nombrar alguno, es lejos el más preferido para valorar una compañía. Este modelo implica hacer un análisis contable para ver la situación actual de la compañía, realizar una proyección de los flujos de efectivo que se espera genere la empresa, determinar una tasa de descuento relevante que refleje el valor del dinero en el tiempo, utilización del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos futuros esperados, y calcular el valor actual de los flujos. En términos muy sencillos y puramente matemático, podemos expresar la valoración como sigue:

$$VAN = -I + \sum_{n=1}^N \frac{Q_n}{(1+r)^n} \quad (1)$$

$Q_n$  : Representa los Flujos de caja

$N$  : Numero de periodos considerados

$R$  : Tasa de interés, para descontar el flujo

$I$  : La inversión Inicial

Para hacer un adecuado proceso de valoración, es necesario que la estimación de los flujos futuros esperados que entregará la compañía, se realice con la máxima precisión y realismo que sea posible.

La construcción del flujo de caja que se espera genere la compañía, requiere partir del flujo de caja, el cual debe mostrar solo los movimientos efectivos de caja, deduciendo todas aquellas partidas que no constituyen ingreso o egreso de caja, para determinar adecuadamente la capacidad de generación de recurso de la compañía.

A partir del flujo de caja, se deben proyectar los flujos futuros tanto de los ingresos como de los egresos basados en las expectativas dentro de un margen de confianza que permita hacer una buena proyección. Un buen proxy para hacer una estimación relativamente confiable es identificar, analizar y proyectar las variables que expliquen dicho flujo; estas pueden ser las variables económicas, contexto nacional e internacional, producto o servicio que ofrece, análisis interno y externo de la compañía y todos aquellos factores que incidan en la generación de flujo.

Otro aspecto importante que incide sobre la Valoración de una compañía, es la forma como ésta se financia, por lo cual, se debe examinar la estructura de capital de la empresa y el uso de la deuda. Hay numerosas teorías que intentan explicar el efecto que tienen los cambios en el apalancamiento financiero en el valor de la empresa y su costo de capital, dentro de estas encontramos la preposición II de Modigliani y Miller, la cual nos indica que en un mundo con impuesto, el valor de la empresa se relaciona positivamente con su deuda, por efecto de los beneficios tributarios de la deuda. La siguiente formula del valor de la empresa describe mejor este hecho.

$$V = V_U + B * T_C \quad (2)$$

Donde,

V : Valor de la empresa con deuda,

$V_U$  : Valor de la empresa sin deuda,

B : La deuda

$T_C$  : Tasa de impuestos corporativos.

No obstante lo anterior, no se puede aseverar que el uso ilimitado de la deuda va traer consigo un aumento sucesivo del valor de la empresa, puesto que hay factores como los costos de quiebras, conflictos de interés entre los bonistas y accionistas, y otros que podrían hacer desaparecer los beneficios tributarios de la deuda. Un ejemplo podría ser que si aumenta el ratio de endeudamiento aumenta también la probabilidad de insolvencia de la compañía y los acreedores exigirán una tasa de interés mayor y con ello los accionistas requerirán exigir un mayor valor sobre sus acciones.

#### **1.4. Métodos de valoración para una compañía apalancada.**

Existen tres métodos estándar para valorar una empresa apalancada o con deuda basada en la capacidad de generar flujos futuros; que son el método del valor actual ajustado (VAA), el método de flujo a capital (FAC) y el promedio del costo del capital. Estos métodos difieren del flujo de caja a descontar y también en las tasas de descuento a utilizar.

**1.4.1 El Valor de una empresa con deuda (VAA)**, es igual al valor de la empresa sin deuda (VA) más el valor actual neto de los efectos financieros secundarios (VANF), que están dado por el ahorro tributario derivado del pago de intereses, debido a que estos se deducen de las utilidades afecta a impuesto y por ende la empresa paga menos tributo. Se representa a través de la siguiente fórmula:

$$VAA = VA + VANF \quad \text{o} \quad VAA = VA + Tc \cdot B, \quad (3)$$

En donde

$Tc \cdot B$  : Beneficio tributario

Este método, requiere descontar el flujo de caja sin deuda a una tasa de costo de capital de una empresa sin deuda ( $R_0$ ) y sumar el VANF. Para obtener  $R_0$ , se debe utilizar el modelo de Valoración de Activo de Capital (Capital Assets Pricing Model o, en su sigla en inglés, CAPM). El CAPM fue desarrollado por Sharpe, Treynor, Mossin y Lintner, a partir de la teoría de administración de portfolios de inversión de Markowitz. La siguiente formula nos describe el modelo.

$$R_0 = R_F + [R_M - R_F] \cdot \beta + R_P \quad (4)$$

En donde:

$R_F$  : Tasa libre de riesgo

$R_P$  : Riesgo País

$[R_M - R_F]$  : Prima por riesgo accionario

$\beta$  : Beta no apalancado o riesgo de una empresa sin deuda

Este modelo supone la existencia de una relación lineal entre riesgo y retorno, donde el riesgo es medido por el coeficiente beta y el retorno se refiere a la rentabilidad accionaria del activo.

Como es posible observar, éste cálculo requiere estimar la rentabilidad del mercado  $R_M$  que corresponde al retorno de portfolio de mercado que está compuesto por los activos riesgosos que se transan en bolsa, la renta fija  $R_F$ , (también conocida como la rentabilidad libre de riesgo que normalmente está asociada al retorno de un bono emitido por el banco Central) y el riesgo de una empresa sin deuda (beta). En la valoración presentada en este trabajo se explican los cálculos.

**1.4.2 El método del flujo del capital**, consiste en descontar el flujo de caja destinado a los accionistas de la empresa apalancada con el costo de capital de una empresa apalancada  $R_s$  (o costo del capital de participación) y sumar la deuda.

$$V_{C/D} = \frac{F_{C/D}}{R_s} + B \quad (5)$$

Este método implica tres pasos:

- El cálculo del flujo de caja apalancado destinado a los tenedores de la acción.
- Cálculo de la rentabilidad exigida sobre el patrimonio, ( $R_s$ ). El  $R_s$  se obtiene con la misma fórmula del CAPM, salvo que en este caso se considera el beta de una empresa con deuda, que es el riesgo sistemático de una compañía.

$$R_s = R_F + [R_M - R_F] * \beta + R_p \quad (6)$$

- Determinar el Valor actual neto de la proyección de los flujos VAN

**1.4.3 El método del promedio ponderado del costo del capital**, también conocido como método del WACC: implica el descuento del flujo de caja no apalancado del proyecto (UCF) con el costo del capital promedio ponderado ( $R_{WACC}$ ); se describe a través de la siguiente fórmula:

$$VAN = \frac{UCF}{R_{WACC}} - I \quad (7)$$

Para estimar la tasa de costo de capital promedio ponderado se emplea la proposición II del modelo propuesto por Modigliani & Miller. Esta proposición, plantea que el costo del capital de una

empresa que financia parte de sus operaciones con deuda y de patrimonio, se obtiene de la suma del costo de la deuda ( $R_b$ ), después de impuesto (ponderada por el peso relativo de la deuda (B) sobre el valor de la empresa (V)) y el costo del patrimonio ( $R_s$ ) (ponderado por el peso relativo del patrimonio (S) sobre el valor de la empresa (V)). La formula es la siguiente:

$$R_{WAAC} = \left(\frac{S}{V}\right) * R_s + \left(\frac{B}{V}\right) * R_b * (1 - T_c) \quad (8)$$

Este método requiere realizar los siguientes cálculos:

- Flujo de caja no apalancado de la compañía.
- Tasa de interés de la deuda ( $R_b^1$ ), que es la tasa a la que se endeuda la empresa.
- Rentabilidad exigida sobre el patrimonio ( $R_s$ ).
- Obtener las razones deuda (B) sobre patrimonio (S) (leverage), deuda (B) sobre valor de la empresa (V) y patrimonio (S) sobre valor de la empresa (V).

Cualquiera sea el método que se emplee, requiere realizar la proyección de los flujos futuros, el cual supone hacer un análisis de la situación económica y financiera de los mercados en que opera la compañía, análisis de la industria, análisis interno y externo de la empresa a través de sus fortalezas y oportunidades, debilidades y amenazas, y todos aquellos factores que influyan en los futuros ingresos de la compañía.

<sup>1</sup> Al momento de estimar el costo de la deuda, se sugiere tomar en cuenta sólo la deuda de largo plazo mantenida por la compañía. La razón por la cual no se sugiere considerar la deuda de corto plazo se debe a que, si la empresa se encuentra bien administrada financieramente, la deuda de corto plazo se explicaría por los activos circulantes operacionales de la compañía y, en consecuencia, su pago estaría cubierto: la deuda de corto plazo (cuentas por pagar a proveedores, créditos bancarios de corto plazo, líneas de crédito, etc.) se cancelaría al liquidar las cuentas por cobrar, los inventarios, y el resto del activo circulante. No obstante, si la empresa está usando deuda de corto plazo para financiar inversiones en activo fijo, lo más probable es que se produzca un descalce en los flujos de la compañía. Este descalce de flujos aumentará el riesgo financiero del negocio, por lo que al momento de estimar el costo y el nivel de endeudamiento será recomendable considerar toda la deuda de la empresa, tanto de corto como de largo plazo. (Fuente: Parisinet, "el proceso de valoración" parte V).

## **Capítulo II**

### **2. La Industria de Retail en tiendas por departamento**

#### **2.1 Breve reseña histórica.**

El origen de las tiendas por departamento en Chile se remonta a finales del siglo XIX, con la creación de Falabella en 1889 como una sastrería ubicada en Santiago; 10 años más tarde lo haría Almacenes París bajo el nombre de Muebles Paris, en 1920 inicia sus operaciones La Polar y finalmente en 1956 nace Ripley con la tienda llamada Calderón y confecciones ubicadas en el centro de Santiago. La primera de éstas en abrirse a regiones fue Falabella en 1962 y a partir de ahí en un período de 30 años todas contaban con al menos una tienda fuera de Santiago. Por su parte la primera de éstas tiendas en iniciarse en el negocio financiero fue Ripley en 1976, y luego en 1980 hacen lo propio Falabella y Almacenes Paris. La apertura a la bolsa de valores comienza en 1996 con Falabella y Almacenes Paris, a éstas les sigue La Polar en 2003 y finalmente en el año 2005 hace lo propio Ripley Corp.

#### **2.2 Análisis de la Industria**

La industria del retail en tiendas por departamento es uno de sectores de mayor dinamismo en la economía nacional y sus principales representantes son Falabella, Almacenes Paris, Ripley y La Polar, con una participación de mercado de 39%, 27%, 25% y 9% respectivamente a Diciembre 2009; las áreas de negocios en que operan estas cuatro compañías incluyen el retail de tiendas por departamento y el negocio financiero proveniente de la entrega de créditos a clientes a través de sus propias tarjetas de créditos. Además, los tres mayores actores participan del negocio bancario e inmobiliario. Por otra parte Falabella y Ripley componen la industria de retail en Perú, país en que se reparten un 56% y 44% de participación de mercado respectivamente.

#### **2.3 Análisis de las 5 Fuerzas de Porter**

**2.3.1 Competidores:** como se puede observar en la pequeña reseña histórica, esta industria está compuesta por competidores con vasta trayectoria en el negocio que han ido evolucionando para convertirse en compañías de gran tamaño nacional, incluso, dos de ellas ya han cruzado las fronteras; de aquí se desprende que estamos frente a una industria muy competitiva con sólidos y

maduros competidores que luchan arduamente por alcanzar una mayor participación de mercado. En la actualidad se puede apreciar que cada una de las tiendas ha trabajado fuertemente en reestructuraciones internas que les permitan competir de manera más eficiente en el mercado, acompañado de potentes campañas publicitarias y reposicionamiento de marca.

La competencia está dada básicamente en precios en dos de sus líneas de negocios pero que van muy ligadas en la misma oferta, la venta de bienes y el crédito a través de las tarjetas.

En el negocio de retail los precios son muy similares e incluso iguales, debido a la homogeneidad e igualdad de bienes que se comercializan en las grandes tiendas, puesto que todos pueden acceder libremente a las mismas marcas, modelos, proveedor, etc.; no obstante, Falabella el principal actor del mercado trata de orientar su competencia a través de la calidad y exclusividad. Adicionalmente se debe destacar el poder de negociación de algunos proveedores especialmente de bienes durables han llevado a una reducción en los márgenes, por lo tanto la competencia es media. En el negocio del crédito se observa una mayor competencia en precios, con ofertas de tasas bajas y una potente publicidad, mostrando la conveniencia de la utilización de las tarjetas, acumulando puntos, descuentos asociados a la compra con tarjeta, etc.

De lo anterior, se concluye que la competencia en las tiendas por departamento y su negocio financiero asociado es media.

**2.3.2 Compradores:** Como se trata de un negocio de ventas masivas a un gran número de compradores, quienes se encuentran distribuidos geográficamente en todas las ubicaciones de las tiendas, el poder de negociación de un comprador es absolutamente nulo; sin embargo, cada consumidor se enfrenta a una gran diversidad de bienes que son iguales u homogéneos en las distintas tiendas, cuyos precios son prácticamente los mismos; por lo tanto, es indiferente comprar en una u otra tienda aumentando fuertemente su poder de negociación. En este contexto, las tiendas han contrarrestado el poder de negociación del consumidor de bienes, a través del crédito para realizar la compra y los servicios de atención; si bien, el precio para endeudarse puede ser muy caro, son muy pocos los compradores que saben como calcularlo, además son persuadidos por llamativos descuentos asociados a la compra con tarjeta, facilidades de pago, etc.; todos estos hechos asociados a la compra con crédito, han creado costos de cambios que influyen en la decisión del comprador, en consecuencia, hay muchas personas que vuelven reiteradamente a la misma tienda. Se concluye entonces, que el poder de negociación de los compradores es bajo.



**2.3.3 Proveedores:** En esta industria podemos ver que los proveedores son estandarizados y que distribuyen sus mercancías libremente a cualquiera de las tiendas del retail, muchos de estos son de tamaño mundial, los cuales poseen un gran poder de negociación, incluso fijando el rango de precios.

**2.3.4 Nuevos entrantes.** Dado que los actuales participantes del mercado son compañías con larga trayectoria en el negocio, con un sólido prestigio de marca, que operan a gran escala y que cuentan con importantes ventajas comparativas frente a potenciales entrantes, no se ve que puedan aparecer nuevos entrantes, lo que sí ha sucedido y probablemente siga ocurriendo, es que tengamos cambios en la propiedad de estas compañías; pero que seguirán operando bajo el mismo nombre, por ejemplo, en el año 2009, tuvimos la entrada del exitoso empresario Álvaro Saieh comprando un porcentaje (20%) de la empresa Ripley.

**2.3.5 Amenaza de servicios y productos sustitutos:** Esta amenaza se encuentra representada por otros formatos que participan en la venta minorista, como lo son, las tiendas de especialidad y/o exclusividad, que cuentan con espacios más pequeños y donde las ventas son más personalizadas; hay un considerable número de consumidores que prefieren hacer sus compras en este tipo de tiendas. Este es un negocio que se está potenciando y podrían llevar a disminuir las ventas de las grandes tiendas, sin embargo, es difícil que lleguen a un nivel de desarrollo que pueda poner en riesgo a las tiendas del retail. En efecto, se considera que esta amenaza es media.

## Capítulo III

### 3. Desarrollo Caso Práctico

#### 3.1 Descripción de Ripley Corp

Ripley Corp (en adelante Ripley), fue creada por Marcelo Calderón, quien se inicio en el negocio en el año 1956, con la primera tienda llamada Calderón y Confecciones ubicada en Santiago y luego en 1964 abre la primera tienda Ripley en el Centro de Santiago, en 1976 comienza en el negocio del crédito asociado a las ventas, en 1985 abre su primera tienda por departamento, en tanto, 1986 Ripley comienza su expansión hacia regiones inaugurando una tienda en la ciudad de Concepción, 1993 la compañía da un gran golpe en la industria con el inicio de las operaciones de Ripley parque Arauco considerada la tienda más grande de Sudamérica; posteriormente en 1997 inicia su incursión internacional con la apertura de su primera tienda en Perú. El año 2003 inauguró oficina en Hong Kong / Bono local por UF 6.500.000 (Serie A y B). En el año 2005 Ripley hace su apertura a la Bolsa (IPO de su matriz Ripley). Finalmente, en 2009 la compañía adquiere el 22,5% de Nuevos Desarrollos S.A. (Plaza Alameda, Plaza Sur y futuros desarrollos) y por otra parte vende sus participaciones en Mall Calama, Mall del Centro, Mall del Centro Rancagua y Mall Panorámico.

Actualmente es uno de los principales operadores del retail tanto en Chile como en Perú. El principal negocio de la compañía está compuesto por la venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar a través de los diferentes formatos de tiendas por departamento, acompañado por un potente negocio financiero a través del crédito directo a sus clientes por medio de su tarjeta de crédito (tarjeta Ripley). Sus ingresos al primer semestre 2010 provienen principalmente de dos de sus tres áreas de negocios:

- Ingreso Retail 72,9 %
- Negocio del crédito 22,43%

Su principal mercado corresponde al chileno, el cual aportó en el primer semestre un 65,58% de sus ingresos.

**Figura N°1: Distribución Ingreso Retail por País**



Fuente: Estados Financieros al 30 de Junio 2010

**Figura 2: Distribución Ingreso Financiero por País**



Fuente: Estados Financieros al 30 de junio 2010

### 3.2. Cobertura Geográfica

Las operaciones de Ripley se centran en Chile, y con un importante número de sucursales en Perú. Desde su formación en 1956, ha experimentado una constante diversificación geográfica, actualmente cuenta con 39 tiendas a nivel nacional con una superficie de venta de 237.210 mts<sup>2</sup> y con 12 tiendas en Perú con una superficie de ventas de 106.575 mts<sup>2</sup>

#### 3.2.1 Chile

Ripley posee una amplia cobertura geográfica, sumando 39 tiendas en Chile, de las cuales, 16 están ubicadas en Santiago y 23 distribuidas en otras regiones del país. La superficie de ventas total con que opera alcanza a los 237.210 mts<sup>2</sup>, de los cuales, un 21,38% es de propiedad de la compañía y un 78,62% es arrendado a terceros.

#### 3.2.2 Perú

Ripley cuenta con 16 tiendas en Perú, con una superficie de ventas de 106.575 mts<sup>2</sup>, de los cuales, 22,83% son de propiedad de la compañía y un 77,17% arrendados a terceros.

**Figura 3: Superficie de ventas por habitante**



Fuente: Estados Financieros

### **3.3. Negocios de la Compañía**

La empresa participa básicamente en 2 áreas de negocios: tiendas por departamento y servicios financieros; adicionalmente cuenta con inversiones inmobiliarias.

**3.3.1 Retail:** Ripley es una de las empresas líder del retailer en Chile, en sus diferentes formatos, ubicándose en el tercer lugar de cadenas de tiendas por departamento, que desde sus inicios en 1956 ha ido creciendo permanentemente, con gran irrupción en los noventa mediante la apertura de tienda en el Parque Arauco, convirtiéndose en uno de los actores más relevantes del sector. En los últimos años el negocio de tiendas por departamento de la compañía ha tenido un crecimiento importante. La evolución de las ventas retail de la empresa ha tenido moderado crecimiento desde 2005 y una brusca caída en el año 2009, producto del debilitamiento de la economía en ambos países, que llevó a una disminución en el consumo privado.

**3.3.2 Negocio Financiero:** A partir de 1976 Ripley comienza a operar con un sistema de crédito semiautomático, el cual se va perfeccionando en el tiempo, en 1979 se automatiza el sistema de crédito en todas las sucursales, y en 1997 nace la empresa CAR S.A. la cual se encarga de administrar el negocio del crédito. Ésta es una línea de negocio independiente y con un gran potencial de crecimiento, representada por Tarjeta Ripley, que es un medio de pago atractivo, ofreciendo a sus clientes la posibilidad de realizar todas sus compras y obtener importantes beneficios promocionales. La tarjeta Ripley, también permite efectuar giros en dinero en efectivo y realizar compra al crédito en otros locales comerciales. Es así, como la utilización de la tarjeta en la tienda durante el año 2009 alcanzó un 54,5 %, y actualmente cuenta con más de 7 millones de tarjetas de crédito emitidas.

**3.3.3 Banco Ripley:** Inicio sus operaciones en el año 2002, ofreciendo a sus clientes crédito de consumo, crédito automotriz, crédito hipotecario, tarjeta de crédito Mastercard y depósitos a plazos. También cuenta con un área de negocio que efectúa operaciones de factoring. Actualmente poseen 48 sucursales en Chile y 16 en Perú.

### **3.4. Apertura de la Compañía a la bolsa de comercio de Santiago**

El 14 de Julio, Ripley realiza su exitosa apertura a la bolsa de comercio de Santiago con el 15% de la propiedad de la compañía a un precio de \$470 por acción y un total de 270.000.000, incorporando

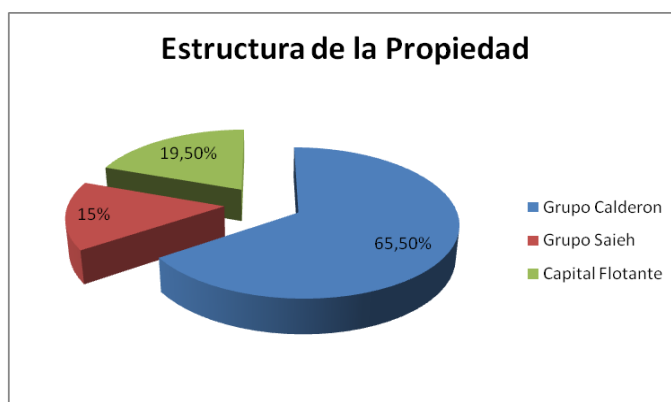
22.000 nuevos socios y una recaudación US\$218 millones. El resultado de la operación fue considerado como altamente exitoso por parte de los ejecutivos de la compañía y los agentes colocadores (Deutsche Bank y Santander Investment).

El principal objetivo de la operación fue recaudar recursos para financiar y llevar adelante un ambicioso plan de inversión en los años siguientes en las diversas áreas de negocio.

### 3.5. Estructura de la Propiedad:

La propiedad de Ripley se concentra en un 65,5% en el grupo Calderón, un 15% en el grupo Saieh y un 20% de capital flotante; totalizando 1.936.052.298 acciones.

**Figura 4: Estructura de la Propiedad**



Fuente: Bolsa de Comercio

#### 3.5.1 Directorio de la compañía:

Felipe Lamarca Claro : Presidente del Directorio  
Ing. Comercial, PUC

Michel Calderón Volochinsky : Vicepresidente del Directorio  
Ing. Comercial, PUC

Eduardo Biltrán Colodro : Director

Ing. Civil, Universidad de Chile

Sergio Henríquez Díaz

: Director

Ing. Comercial, Universidad de Chile

José Luis Letelier Azarri

: Director

Abogado, Universidad de Chile

Fernando Massu Tare

: Director

Ing. Comercial, UAI

Juan Matus Pickering

: Director

Abogado, Universidad de Chile

Jorge Rosenblut Ratinoff

: Director

Ing. Civil Industrial, Universidad de Chile

Hernán Uribe Gabler

: Director

Ing. Civil, PUC

Juan Pablo Vega Walker

: Director

Ing. Civil. PUC

### 3.6. Análisis Financiero:

En esta sección, se realizará un análisis de la evolución de los indicadores financieros que ha tenido la empresa en el período comprendido entre 2005 a 2009 y luego una revisión de los últimos resultados de 2010, basados en las presentaciones de los estados financieros de la compañía.

#### 3.6.1 Estado de Resultado:

En el siguiente cuadro, se muestra los resultados obtenidos por la compañía entre los años 2005 y 2009.

**Cuadro N° 1: Estados de Resultado período 2005 a Septiembre de 2010**

<b>Histórico; Consolidado</b>						
<b>Cifras en miles de pesos (M\$)</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>sep-10</b>
Ingresos de Explotación	831.020.533	956.753.994	1.019.055.202	1.025.310.274	887.998.222	764.766.729
Costos de Explotación	- 518.074.184	- 501.915.326	- 530.114.060	- 651.077.706	- 628.744.301	- 471.355.131
Costo como porcentaje de los ingresos	62,34%	52,46%	52,02%	63,50%	70,80%	61,63%
Margen de Explotación	336.301.902	382.015.445	411.371.389	374.232.568	259.253.921	293.411.598
Margen como porcentaje de los ingresos	40,47%	39,93%	40,37%	36,50%	29,20%	29,20%
Gastos de Adm. y Ventas (GAV)	- 246.582.125	- 295.493.563	- 337.926.571	- 305.899.851	- 283.752.746	- 257.698.955
GAV como porcentaje de los ingresos	29,67%	30,89%	33,16%	29,83%	31,95%	33,70%
Resultado de Explotación o EBIT	63.882.065	86.521.882	73.444.818	68.332.717	- 24.498.825	35.712.643
EBIT como porcentaje de los ingresos	7,69%	9,04%	7,21%	6,66%	-2,76%	4,67%
Resultado fuera de Explotación	- 33.266.230	- 14.030.685	- 47.902.942	- 32.547.337	16.823.825	- 11.849.674
RNO como porcentaje de los ingresos	4,00%	1,47%	4,70%	3,17%	1,89%	1,55%
Utilidad antes de impuesto	30.615.835	72.491.197	25.541.876	35.785.380	- 7.675.000	23.862.969

Fuente: F.E.C.U.

**3.6.1.1 Ingresos de Explotación:** Los ingresos de la compañía fueron creciendo a una tasa promedio de 6.6% de 2005 al 2008, sin embargo en 2009 se observa un fuerte caída de un 11,35% respecto al año anterior. Al tercer trimestre 2010 los ingresos acumulados en 9 meses alcanzan un nivel bastante alto considerando que falta un trimestre para que cierre el año.

**3.6.1.2 Los Costos de Explotación:** Para el período analizado los costos de explotación han sido variable de un año a otro con un crecimiento promedio de un 5,4%. En 2009 alcanza su máximo nivel como porcentaje de los ingresos que fue de un 71%, bastante superior al de los años anteriores explicado probablemente por la fuerte caída de los ingresos.



**3.6.1.3 Gastos de Administración y Ventas (GAV):** Crecieron a una tasa promedio de 4,77%, manteniéndose relativamente estable como porcentaje de los ingresos.

**3.6.1.4 Resultado de Explotación:** Entre los años 2005 y 2008 creció en promedio un 5,8%, que es un 1% menos de lo que crecieron los ingresos en el mismo período, explicado por un leve crecimiento en los costos; sin embargo el año 2009 cae bruscamente en un 137% obteniendo un resultado de explotación negativo de \$M24.498.825 debido a la disminución de los ingresos a una tasa muy superior respecto a los costos. La caída de 2009 llevó a que la compañía tenga un crecimiento negativo de un 30% para todo el período analizado; no obstante el resultado acumulado en los primeros 9 meses de 2010 muestra una recuperación bastante rápida.

**3.6.1.5 Resultado fuera de Explotación:** Fue negativo para los años comprendidos entre 2005 y 2008, en tanto, en el 2009 mostró un resultado positivo producto de los ingresos provenientes de la venta de algunos centros comerciales.

### **3.6.2. Últimos Resultados**

**3.6.2.1 Resultado de Explotación:** Ripley al tercer trimestre de 2010 incrementó sus ingresos operacionales en un 5,6% respecto a igual período del año anterior, totalizando MM\$764.767. Del total ingreso un 65,5% provienen de sus negocios en Chile, un 29,9% provienen de sus negocios en Perú y el 4,6% restante del Banco Ripley Chile. El incremento total se explica básicamente por un aumento significativo en los ingresos del Retail en ambos países; 7,3% en Chile y 6,4% en Perú. En el caso de Chile, se debe a una rápida recuperación de la economía, lo que ha decantado en un incremento importante del consumo privado. Por su parte, los costos operacionales disminuyeron en un 6,8%, básicamente producto del mejoramiento en la eficiencia y la orientación a reducir los gastos de la compañía. Sus gastos de administración y ventas aumentaron un 3,9%, sin embargo, disminuyó 2,4 puntos porcentuales como porcentaje de las ventas. En tanto, el resultado operacional pasó de -MM\$29.318 millones a MM\$35.713 millones; lo que da una clara señal de la recuperación de la compañía.

**3.6.2.2 Resultado fuera de Explotación:** compuesto por los ingresos financieros, gastos financieros, resultados por unidad de ajuste y otras ganancias o pérdidas, se obtuvo una pérdida de MM\$11.850. Los ingresos financieros sufrieron una disminución respecto a igual período del año 2009, explicada básicamente por una caída en las tasas de mercado del período; por su parte los

gastos financieros también disminuyeron producto de una mayor proporción de deuda de largo plazo y bajas tasas de mercado.

De esta manera, Ripley finalizó el tercer trimestre de 2010 con una utilidad de MM\$26.368, mostrando un incremento de MM\$31.247 en relación a igual periodo del año 2009; debido a mayores ventas impulsadas por la recuperación del consumo, copa del mundo, televisión digital en Chile y otros factores acompañada de mejores márgenes.

### 3.6.3. Análisis de los Ratios Financieros

En esta sección se analizan los indicadores financieros de liquidez, endeudamiento, valoración de mercado y política de dividendos.

**Cuadro N° 2: Indicadores Financieros para el período 2005 – Septiembre 2010**

Períodos	2005	2006	2007	2008	2009	40422
EBITDA (MM\$)	86.852	104.472	83.107	95.350	4.236	62.278
<b>Liquidez</b>						
Liquidez corriente	1,9	1,6	2	2,4	2,3	1,6
Razón ácida	1,5	1,2	1,4	1,5	1,8	1,2
<b>Endeudamiento</b>						
Leverage	0,9	0,9	0,9	0,9	0,7	1,1
Razón de endeudamiento	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5
Deuda corto plazo	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,7
Deuda largo plazo	0,3	0,2	0,4	0,5	0,4	0,5
Deuda financiera	0,6	0,6	0,5	0,5	0,7	0,6
<b>Rentabilidad</b>						
ROE	5,83%	11,71%	2,57%	4,04%	1,04%	3,88%
ROA	7,57%	8,71%	5,10%	5,31%	-2,23%	3,56%
<b>Margen</b>						
Margen EBIT	7,69%	8,99%	6,13%	6,66%	-2,76%	4,67%
Margen de utilidad	3,11%	6,45%	1,70%	2,69%	0,74%	3,45%
<b>Crecimiento en ventas</b>	7,35%	6,60%	0,70%	5,80%	-11,40%	5,60%
<b>Ratios de Valor de Mercado</b>						
Utilidad por acción	14,7	32,1	8,7	14,2	3,4	13,6
Price to Book	2	2	1,7	0,8	1,3	1,9
Price to Sales	1	1,1	1	0,5	0,9	2,3

Fuente: Elaboración propia

**3.6.3.1 El EBITDA** de la compañía se mantuvo relativamente estable desde el año 2005 al 2008, en 2009 presenta una fuerte caída de un 95% respecto al año anterior, explicado básicamente por la disminución en las ventas. A septiembre de 2010, muestra una clara señal de recuperación.

### **3.6.3.2 Liquidez**

La razón corriente (Activo Circulante / Pasivo Circulante) es la principal medida de liquidez y explica la capacidad de pago de la deuda de corto plazo que tiene la compañía. Mientras más alto sea la razón corriente (mayor a 1) más solvente es la compañía para responder a sus obligaciones de corto plazo. Para Ripley, este indicador es superior a 1 para todos los períodos analizados, manteniéndose en 1,6 de Diciembre 2009 a Septiembre 2010.

La razón ácida se calcula de la misma manera que la razón corriente, pero descontando el inventario del activo circulante, por el tiempo que podría tardar en convertirse en efectivo y por ello se considera la parte menos líquida. A Septiembre de 2010 esta razón es de 1,2

### **3.6.3.3 Endeudamiento**

Las razones de endeudamiento nos muestran la capacidad que la compañía tiene para cumplir con sus obligaciones de deuda.

El Leverage (Pasivo Total / Patrimonio), mide la proporción en que la empresa está financiada con terceros. Mientras más bajo sea esta proporción, mayor es el control de los accionistas. Para el caso de Ripley se observa que el leverage ha sido bastante estable en el período analizado con un moderado aumento a Septiembre de 2010, alcanzando a 1,1. La deuda de corto y largo plazo también se han mantenido estables en este período.

La razón de endeudamiento ((Pasivo de Corto Plazo + Pasivo de Largo Plazo) / Total Activo), mide la capacidad que tiene la empresa para pagar sus deudas a partir de sus activos; en el cuadro N° 2 se observa que esta razón se ha mantenido prácticamente en forma lineal para todo el período analizado, con una leve subida a Septiembre de 2010.

La razón de cobertura (Gastos Financieros / Resultado Operacional) nos entrega información acerca de la capacidad de la compañía para pagar los Gastos Financieros a partir del resultado operacional. Esta razón se mantuvo relativamente estable hasta 2008, no obstante, en el año 2009 cae bruscamente producto de los malos resultados de la compañía. Al tercer trimestre de 2010 este índice vuelve a los niveles antes de la caída de 2009, debido a la buena recuperación de los resultados de la compañía post crisis.

La razón de deuda financiera (Deuda Financiera Total / Patrimonio), mide la proporción de la deuda financiera que está cubierta por el patrimonio, esta razón se ha mantenido entre 0,5 y 1 para todo el período, mostrando un pequeño incremento a Septiembre de 2010.

#### **3.6.3.4 Rentabilidad**

El Retorno sobre el Patrimonio ROE (Utilidad Neta / Patrimonio) nos permite medir el retorno obtenido por cada peso que los inversionistas han invertido en la empresa. El ROE de Ripley se empina por sobre el 10% en 2006 y en los años siguientes disminuye, llegando a solo un 1,04% en 2009, explicada por variaciones en la utilidad y aumento del patrimonio. Al tercer trimestre de 2010 se observa una buena recuperación del retorno.

El Retorno sobre los Activos ROA (Resultado Operacional/Activo Total), mide el beneficio que se obtiene por cada peso invertido en activos. El ROA de Ripley ha ido en caída en el período analizado, producto de disminuciones en la utilidad y aumento de los activos, pero al tercer trimestre de 2010 se observa un repunte importante y de acuerdo a las perspectivas de la compañía debiera mejorar mucho más a finales de 2010.

#### **3.6.3.5 Margen**

El Margen EBIT (EBIT/Ingreso Operacional); nos indica la relación entre el resultado operacional con los ingresos operacionales. Este margen se mantuvo entre el 6% y 9% hasta el año 2008; sufriendo una brusca caída en 2009 explicado básicamente por el mal resultado operacional.

El Margen de Utilidad (Utilidad Neta/Ingreso Operacional), expresa la utilidad neta como porcentaje de los ingresos operacionales. El margen de utilidad de Ripley ha sido relativamente estable, manteniéndose positivo en 2009, explicado por el resultado no operacional obtenido de los ingresos por ventas de centros comerciales.

### **3.6.3.6 Crecimiento en Ventas**

El crecimiento en las ventas alcanza solo a un 1,8% promedio para el período 2005-2009, afectado fuertemente por la caída del año 2009, año en que disminuyeron los ingresos de explotación en un 11,4% respecto al 2008. A Septiembre de 2010 los ingresos de explotación alcanzan a los MM\$764.767, que es un 5,6% superior respecto a igual período del año anterior.

### **3.6.3.7 Ratios de Valor de Mercado**

La utilidad por acción (Utilidad Neta/N° de Acciones), muestra lo que corresponde a cada acción de la utilidad de la empresa disponible para los accionistas. Para Ripley esta razón al igual que todos sus indicadores muestra su valor más alto en 2006 para luego caer bruscamente en 2007 y más aún en 2009.

La razón Price to Book (Valor de Mercado de la Acción/Valor Libro de la Acción), mide la proporción del valor libro que es reconocido a través del precio de mercado, por tanto, nos revela el número de veces que el precio de mercado es superior o menor al valor libro por acción, mientras más alto (mayor 1) es ésta razón mejores son las expectativas de mercado respecto a la compañía; por otra parte, si la relación es menor a 1 implica que los inversionistas no están dispuestos a pagar lo que vale la compañía contablemente y se considera de mayor riesgo, por tanto exigirán una mayor rentabilidad. Cabe notar, que en el año 2008 el valor de mercado de la acción fue inferior al valor libro, explicado por el bajo interés de la acción producto del incumplimiento de algunos anuncios de crecimientos de la compañía, al primer semestre de 2010 esta razón alcanza a 1,7 veces, debido a las buenas perspectivas de la compañía y la industria en general.

La razón Price to Sales (Valor de Mercado de la Acción/(Ingreso de Explotación/N° de acciones)), mide cuantos pesos se está dispuesto a pagar por cada peso de ventas de la compañía.

### 3.6.3.8 Política de Dividendo

**Cuadro N° 3: Política de Dividendo de Ripley**

Periodos	2005	2006	2007	2008	2009
Dividendos	7.756.757	18.618.699	4.932.655	8.262.246	1.964.345
Utilidad Neta	25.855.856	62.062.329	16.442.182	27.540.819	6.547.816
Dividendos como porcentaje de las utilidades	30%	30%	30%	30%	30%

Fuente: Estados Financieros Ripley

La política de pago de dividendos (Dividendos/Utilidad Neta), para el período analizado ha sido de un 30% de la utilidad distribuable, la cual ha permanecido sin variación durante estos años.

### 3.6.4. Comparación con la competencia relevante

**Cuadro N° 4: Comparación Indicadores Financieros al mes de Septiembre 2010**

Cuadro comparativo	Ripley	Falabella	Almacenes Paris	La Polar
<b>Liquidez</b>				
Liquidez corriente	1,6	1,5	1	1,8
Razón ácida	1,2	1	0,6	1,6
<b>Endeudamiento</b>				
Leverage	1,1	1	1,1	1,3
Deuda Largo Plazo	0,5	0,6	0,6	0,6
Cobertura financiera	0,4	0,1	0,2	0,1
<b>Rentabilidad</b>				
ROE	5,80%	19,10%	7,40%	13,40%
ROA	2,60%	8,70%	3,40%	5,70%
<b>Margen</b>				
Margen EBIT	4,70%	13,20%	8,40%	9,60%
Margen de Utilidad	3,50%	9,20%	4,50%	6,80%
<b>Ratios de Valor de Mercado</b>				
Utilidad por acción	13,6	101,6	82,3	100,8
Price to Book	1,7	4,9	2,9	2,5
Price to Sales	2,5	5,7	2,5	3,4

Fuente: Elaboracion propia

#### 3.6.4.1 Liquidez

Como se mencionó anteriormente, estos indicadores muestran la capacidad que tienen las compañías para responder a sus obligaciones de deuda de corto plazo. En el cuadro N° 4, se observa que La Polar tiene los mejores indicadores de solvencia, seguida de Ripley que muestra una

buena solvencia tanto en la liquidez corriente como el test ácido, comparado al tercer trimestre de 2010.

#### **3.6.4.2 Índices de endeudamiento**

Los indicadores de endeudamiento comparados al tercer trimestre de 2010, nos indican que La Polar es la compañía que tiene un mayor leverage, por lo tanto es la compañía que mantiene menor patrimonio frente a los pasivos. Ripley se ubica en el promedio de la industria con un leverage de 1,1.

En cuanto a la deuda de largo plazo, Ripley muestra menor deuda de largo plazo financiada por patrimonio respecto a las compañías de la industria, esto implica, que la compañía mantiene mayor deuda de corto plazo financiada con patrimonio.

#### **3.6.4.3 Rentabilidad**

Estos indicadores de Ripley comparados con las compañías de la industria relevante, muestran la peor rentabilidad al tercer trimestre de 2010; explicada básicamente por los magros resultados obtenidos en 2009, cuya recuperación si bien se ve auspiciosa para la empresa aún está por debajo de sus competidores directos.

#### **3.6.4.4 Margen**

En el análisis histórico de Ripley se observó las caídas que ha tenido en sus márgenes y la recuperación que pareciera va tomando fuerza en el 2010; sin embargo, comparado con sus competidores directos al tercer trimestre 2010, presenta los márgenes más bajo de la industria, siendo Falabella la compañía que lidera en este ámbito. Esto supone que la compañía tiene espacio para crecer y acercarse a la competencia.

#### **3.6.4.5 Ratios de Valor de Mercado**

La utilidad por acción comparada al tercer trimestre de 2010, nos muestra que Falabella y La Polar son las compañías que más utilidad generan por cada acción, seguida de Almacenes Paris y muy distante a sus competidores se encuentra Ripley.

La razón *Price to Book* que nos entrega información acerca de la veces que el valor de mercado supera al valor en libro de la acción; el cuadro N° 4, nos indica que Ripley presenta la menor diferencia entre el precio mercado y el valor libro respecto a las otras compañías. Esto nos indica que los inversores si bien están dispuestos a pagar más que el valor contable de Ripley, tienen mejores expectativas hacia las compañías de la competencia, especialmente hacia Falabella cuyo valor de mercado supera en 4,9 veces el valor en libros.

### **3.7. Análisis FODA**

#### **3.7.1 Fortalezas de la compañía:**

- Posición competitiva: Larga trayectoria en la actividad y amplio conocimiento del negocio de sus dueños que por largos años se han dedicado a la venta en tiendas por departamento.
- Manejo de una vasta cartera de clientes a través de sus tarjetas de crédito, que contribuye a fidelizar los clientes.
- Ripley, es una de las tres más importantes casas comerciales en Chile y la segunda en Perú, es marca consolidada y con gran reconocimiento de los consumidores.
- Incorporación a la sociedad del empresario Alvaro Saieh, quien cuenta con una amplia trayectoria en diversos modelos de negocios y gran capacidad de gestión demostrada en cada una de las compañías en que participa.
- La empresa posee una amplia cobertura geográfica tanto en Chile como en Perú.
- Reestructuración realizada en el año 2009 que ha permitido un mejoramiento importante en la eficiencia de la compañía, reflejado en la disminución de los costos a pesar del aumento en el volumen de las operaciones.
- Cambios en el modelo de negocio, traducido en mejoras sustanciales tanto en el negocio retail como financiero.



- El 22 de junio de 2009, se inauguró un moderno centro de distribución que reemplazó los tres centros que tenía la compañía; el cual ha permitido centralizar la administración de las tareas logísticas, generándose una importante disminución en los costos de distribución, mermas, arriendos y ahorros en capital de trabajo. Este centro es el más moderno de Sudamérica.

### **3.7.2 Oportunidades:**

- Crecimiento económico sostenido del país por los próximos 4 a 5 años.
- Mayor confianza de los consumidores incrementando la demanda por bienes duraderos de mayor valor, que normalmente se financian con las tarjetas de créditos.
- Potencial de crecimiento en el exterior.
- Aprovechar eficientemente las mejoras tecnológicas que ofrece el mercado para optimizar sus procesos y niveles de eficiencia.

### **3.7.3 Debilidades:**

- Los ingresos de Ripley están sujetos a las fluctuaciones del sector comercio, y por tanto supeditado a las fluctuaciones propias de la actividad económica.
- Sensibilidad a la tasa de interés, dado que a mayor tasa de interés disminuye el consumo y más a las ventas al crédito.

### **3.7.4 Amenazas:**

- Cambios gubernamentales en la legislación crediticia que impliquen mayor regulación, que podrían generar disminución en los márgenes de los ingresos financieros.
- Mayor competitividad en el mercado financiero.
- Riesgos de las variables económicas que podrían traducirse en pérdida del valor económico de la compañía.

- Alta competitividad del sector.
- La competencia que pueda surgir de otros formatos, como tiendas de especialidad.

## Capítulo IV

### 4. Valoración de la Empresa Ripley

Tal como se expuso anteriormente, esta tesis se enmarca en la valoración de una compañía del retail chileno como lo es Ripley, para ello se realizó un análisis de la compañía, una revisión de sus estados financieros históricos, la importancia de sus activos intangibles como el *managment* y experiencia de sus dueños por la relevancia de éstos en la capacidad de generación de flujos futuros.

El modelo de valoración de la compañía usado es el flujo de caja descontado, usando el método del promedio ponderado del costo del capital  $R_{WACC}$ , como tasa relevante para descontar los flujos que se espera entregará la empresa en el futuro.

Este modelo exige estructurar el análisis en base a lo siguiente:

- Construir el flujo de caja libre de la empresa a partir de su estado de resultado del período que se toma como base.
- A partir del flujo de caja, construir la proyección del flujo de caja libre que se espera obtenga la empresa en el futuro.
- Calcular la tasa de descuento del capital promedio ponderado.
- Obtener el valor de la empresa.
- Realizar un análisis de sensibilización.

#### 4.1. Datos y metodología utilizada

**4.1.1 Datos:** Para hacer el análisis de la situación financiera de la compañía, se utilizaron los estados financieros de los últimos 5 años desde 01/01/2005 al 31/12/2009, más los resultados acumulados al tercer trimestre de 2010, adicionalmente, se consideraron diversos estudios y valoraciones realizadas en el último año por diversas instituciones.

Para obtener el riesgo sistemático (Beta) se utilizó la rentabilidad promedio de la acción de los últimos 5 años y la rentabilidad del mercado en el mismo período. Esta información se obtuvo de los precios históricos de la bolsa de comercio de Santiago.

#### **4.1.2. Metodología:**

**4.1.2.1** Construcción del Flujo de Efectivo disponible para los inversionistas (Bonistas y Accionistas) basado en los estados financieros del año 2005 a 2009; para construir este flujo se calcularon los siguientes ítems (anexo N° 1):

**Utilidad Operacional antes de Intereses e Impuestos (EBIT)**, que corresponde a los ingresos de explotación, menos los costos de explotación y los gastos de administración y ventas.

**Utilidad consolidada después de Impuesto**, que es la utilidad después de impuestos, sin incorporar el beneficio tributario de la deuda.

**Flujo de Caja Operacional Bruto**, que es la utilidad después de impuestos más la depreciación.

**Flujo de Caja Operacional Neto**, que corresponde al Flujo de caja Operacional Bruto menos la Inversión en Activos Fijos.

#### **4.1.2.2 Cálculo de la tasa de descuento**

Para encontrar la tasa del costo del capital promedio ponderado  $R_{WACC}$ , se debieron obtener las siguientes tasas y relaciones:

$R_S$  = Costo del Patrimonio

$R_b$  = Costo de la deuda

$R_F$  = Renta fija

$\left(\frac{B}{S}\right)$  = Relación deuda Patrimonio (Leverage)

$$\left(\frac{B}{V}\right) = \text{Relación deuda sobre el valor de la compañía}$$

$$\left(\frac{S}{V}\right) = \text{Relación patrimonio sobre el valor de la compañía}$$

Para estimar el costo del patrimonio ( $R_S$ ), se empleó el modelo de Valoración de activo de capital (Capital Assets Pricing Model o, en su sigla en inglés, CAPM).

$$R_S = R_F + [R_M - R_F] \cdot \beta \quad (9)$$

La ecuación nos indica que la rentabilidad exigida sobre el patrimonio de la compañía está en función de la tasa libre de riesgo más un premio por riesgo de mercado ponderado por su riesgo sistemático beta.

- La tasa libre de riesgo se obtuvo a partir de los BCU a 10 años del Banco Central, la cual asciende a 2,9%
- La rentabilidad del mercado  $R_M$  se obtuvo utilizando el Índice General de Precios Accionarios (IGPA) de la bolsa de Santiago. Se calculó la rentabilidad de mercado anual sobre el IGPA, para el período 2001-2010. Luego se ajustó la rentabilidad anual al índice de precios al consumidor (IPC) de cada año para obtener la rentabilidad real del mercado. La tasa promedio obtenida es de un 12,87% real (anexo N° 2).
- El riesgo patrimonial de la empresa beta, se estimó en base al modelo de regresión lineal conocida como modelo de mercado o beta factor. Para esto se utilizó los precios accionarios de cierre mensuales en el período diciembre 2005 – octubre 2010. Con esta serie de precios de cierre bursátiles, se obtuvo la rentabilidad mensual histórica, tanto para Ripley como para el Índice General de Precios Accionarios IGPA. A partir de la serie histórica de la rentabilidad mensual de la compañía y del mercado, se obtuvo el riesgo de Ripley a través de un análisis de regresión lineal entre la rentabilidad de la acción y la rentabilidad del mercado.

No obstante, es necesario analizar la robustez de la estimación, para esto se requiere que el coeficiente beta sea estadísticamente significativo al 5% y que el  $R^2$  sea superior a 15%. En el cuadro N°5 se muestra la estimación.

**Cuadro N° 5: Estimación del Beta ( $\beta$ )**

	Resultados
<b><math>\alpha</math></b>	0
Estadístico t	0
<b><math>\beta</math></b>	1,36
Estadístico t	7,23
Coefficiente de determinación $R^2$	0,48
$R^2$ Ajustado	0,46

Fuente: Elaboración propia

El beta calculado para Ripley es de 1,36 y es estadísticamente significativo.

Para la tasa de costo del capital de Ripley,  $R_S = R_F + [R_M - R_F] \cdot \beta$ , reemplazando en la formula la tasa libre de riesgo, la rentabilidad promedio del mercado y el valor estimado del beta de Ripley, tenemos lo siguiente:

$$R_S = 2,9\% + [12,87\% - 2,9\%] \cdot 1,36 \quad (10)$$

$$R_S = 16,46\%$$

A partir de este resultado, se concluye que la rentabilidad mínima que deben exigir los accionistas de Ripley es de un 16,46% real anual.

Aún resta por obtener el costo de la deuda  $R_b$ , de las relaciones deuda valor de la compañía ( $B/V$ ) y patrimonio valor de la compañía ( $S/V$ ).

En la estimación del costo de la deuda, se consideró la deuda de largo plazo de la compañía, puesto que se considera que la compañía está bien administrada; por lo tanto, la deuda de corto plazo no se utiliza para financiar inversiones en activo fijo y solo se explica por los activos circulante operacionales de la compañía, cuyo pago está cubierto. Para estimar la tasa de la deuda se considera

la Tasa Interna de Retorno (TIR) de los bonos corporativos, es decir, de su rentabilidad y utilizar el promedio como una buena aproximación al costo de la deuda.

La TIR medida de los bonos de Ripley es de 5,57% anual. Las relaciones (B/V) y (S/V) se obtuvieron de la relación deuda sobre patrimonio de la empresa, correspondiente al mes de Septiembre de 2010. La deuda (B) a Septiembre de 2010 alcanza a los MM\$716.809 y el patrimonio (S) es de MM\$680.100 (anexo N° 3), así entonces, se tiene que el leverage de Ripley es de 1,1.

### Cuadro N° 6: Cálculo del Leverage

Relaciones al 30 de septiembre de 2010		
Leverage	B/S =	1,1
Relación deuda valor de la empresa	B/V =	52,38%
Relación patrimonio valor de la empresa	S/B =	0,4762

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, para estimar la tasa de costo de capital promedio ponderado, se empleó la preposición II del modelo propuesto por Modigliani & Miller.

$$R_{WAAC} = \left(\frac{S}{V}\right) * R_S + \left(\frac{B}{V}\right) * R_B * \left(1 - T_C\right) \quad (11)$$

Realizando los respectivos reemplazos en la fórmula del Wacc, obtenemos la tasa del costo del capital promedio ponderado para Ripley.

$$R_{WACC} = 16,46\% (47,62\%) + 5,57\% (1-17\%)*(52,38\%) \quad (12)$$

$$R_{WACC} = 10,26\%$$

## 4.2. Proyección del Flujo de Efectivo

Las proyecciones hacia el futuro están basadas en las expectativas de la compañía, sus negocios, resultados y administración. Es importante destacar que los contenidos han sido elaborados en base a información sujeta a cambios, riesgos e incertidumbre propios de la actividad de Ripley.

Se proyectaron los siguientes Ítems:

**Cuadro N° 7: Proyecciones**

Años proyectados	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Crecimiento en Ingresos de explotación	16,53%	16,53%	16,53%	16,53%	16,53%
Costo de Explotación	61,86%	61,86%	61,86%	61,86%	61,86%
Gastos de Administración y Ventas	30%	30%	30%	30%	30%
Tasa de Impuesto a la Renta	17,00%	20,00%	18,50%	17,00%	17,00%
Depreciación	23.704.428	23.704.428	23.704.428	23.704.428	23.704.428
Inversión en Activo Fijo	-44.144.993	-44.144.993	-44.144.993	-44.144.993	-44.144.993

Fuente: Elaboración propia

### 4.2.1 Ingresos de Explotación

Los ingresos de explotación fueron proyectados en base al crecimiento histórico de la empresa Falabella, considerando como relevante los datos de los últimos 5 años. Lo anterior se debe a que al incorporar las mejoras en la gestión que está realizando la empresa Ripley a partir del año 2009, producto de la reestructuración de la compañía y el ingreso a la propiedad del exitoso empresario Alvaro Saieh, la tasa de crecimiento en las ventas futuras debieran converger a los niveles de su principal competidor.

El crecimiento promedio de Falabella, para el período 2005-2009 fue de un 11,59% real; sin embargo para proyectar la tasa de crecimiento se omitió la disminución en ventas del año 2009 gatillado por la crisis, debido a que en el horizonte de proyección no se espera un escenario desfavorable para la industria; por lo tanto, solo se consideró el crecimiento promedio en ventas desde el año 2005 al 2008 que asciende al 16,53% (anexo N° 4). Así entonces, se estimó que la tasa de crecimiento de los ingresos de explotación de Ripley será de un 16,53%, el cual se espera se mantenga constante en el futuro.



#### **4.2.2 Costos de Explotación**

Se estima que la estructura de costo se mantendrá estable en los próximos años; por ello, se proyectó en base al margen histórico de la empresa durante los últimos 5 años, obteniendo un margen promedio de 61,86%.

#### **4.2.3 Gastos de Administración y Ventas**

Para estimar los gastos de administración y ventas se calculó la proporción de éstos sobre las ventas en los últimos 5 años, obteniendo un promedio histórico de 31,2%; luego se incorporaron los beneficios derivados del nuevo centro de distribución de la compañía que opera desde el año 2009, el cual permitirá que disminuyan los gastos de distribución. Por lo anterior, se espera que en el futuro, los gastos de estos ítems se sitúen en torno al 30% promedio de las ventas.

#### **4.2.4 Impuesto a la Renta**

Para realizar el cálculo del impuesto a la renta se consideraron las modificaciones a la tasa impositiva de acuerdo a la ley N° 20.455, impuestas por el gobierno actual.

#### **4.2.5 Depreciación**

Se proyectó en base a la depreciación histórica entre los años 2005 y 2009, luego se asumió que el promedio de este período, se mantendrá estable en el futuro.

#### **4.2.6 Inversiones en Activo Fijo**

Se proyectó en base a la inversión en activos fijos histórico de la compañía entre los años 2005 y 2009, luego se calculó el promedio para este período. Para los primeros 5 años de la proyección, se estimó que la inversión por este ítems será el promedio de los últimos 5 años, para de este modo empujar al crecimiento de la compañía y luego se consideró que para los siguientes períodos la inversión en activos fijos se reducirá a la mitad, debido a que buena parte de la inversión ya estará realizada.

Una vez proyectado y actualizado el flujo de caja, se obtuvieron los siguientes resultados.

### Cuadro N° 8: Flujo de Caja Operacional Neto Proyectado

Períodos	0	1	2	3	4	5
Cifras en miles de pesos	EBITDA (en miles de pesos): Proyectado					
Años proyectados	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Ingresos de explotación	1.034.784.328	1.205.834.178	1.405.158.567	1.637.431.278	1.908.098.669	
Costos de explotación	-640.127.739	-745.940.854	-869.244.877	1.012.931.055	1.180.368.559	
Gastos generales y administrativos	-310.435.298	-361.750.253	-421.547.570	-491.229.383	-572.429.601	
Utilidad Antes de Intereses e Impuestos (EBIT)	84.221.291	98.143.070	114.366.120	133.270.840	155.300.509	
Impuesto a la Renta	-14.317.619	-19.628.614	-21.157.732	-22.656.043	-26.401.087	
Utilidad Después de Impuestos	69.903.672	78.514.456	93.208.388	110.614.797	128.899.423	
Depreciación	23.704.428	23.704.428	23.704.428	23.704.428	23.704.428	
Flujo de Caja Operacional Bruto	93.608.099	102.218.884	116.912.816	134.319.225	152.603.851	152.603.851
Inversiones en Activo Fijo	-44.144.993	-44.144.993	-44.144.993	-44.144.993	-44.144.993	-22.072.496
Flujo de Caja Operacional Neto	49.463.107	58.073.892	72.767.823	90.174.232	108.458.858	1.939.159.087

Fuente: Elaboración propia

### 4.3. Valor Total de la Empresa

Tal como se mencionó antes, la valoración se realizó a través del modelo de flujos de caja descontado, entonces obtenido el flujo de caja libre se procede a descontar con la tasa  $R_{WACC}$  que es de un 10,26%. En el siguiente cuadro se muestran los cálculos.

### Cuadro N° 9: Flujos Descontados con $R_{wacc}$

Cifras en miles de pesos	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Flujo de Caja Operacional Neto	49.463.107	58.073.892	72.767.823	90.174.232	108.458.858	1.939.159.087
Flujo descontados con $R_{wacc}$	49.463.107	52.670.270	59.856.128	67.272.305	73.384.359	1.189.971.430
Valor Ripley Corp	1.492.617.600					

Fuente: Elaboración propios

El Valor de Ripley de acuerdo a lo proyectado es de M\$1.492.617.600, este valor pertenece a los accionistas y los bonistas; por lo tanto, se debe descontar el valor de la deuda esperada para llegar al valor de la compañía que pertenece a los accionistas.

### Cuadro N° 10: Cálculo del Valor Esperado de la Acción

Resultados	Cifras
Valor Económico Esperado de la Empresa (1)	1.492.617.600
Valor de la Deuda (2)	372.658.987
Valor Económico Esperado del Patrimonio (3) = (1) - (2)	1.119.958.613
N° de Acciones (4)	1.936.052
Precio de Mercado Estimado por Acción (5) = (3) / (4)	578 ,48

Fuente: Elaboración propia

El valor de Ripley sin deuda o patrimonio es de M\$1.119.958.613, valor que difiere largamente del patrimonio contable que a Septiembre 2010 alcanza a los M\$680.100.566. Dividiendo el valor de la empresa sin deuda por el número de acciones, se tiene que el valor de la acción es de \$578,48, este valor indica que el precio de mercado está sobrevaluado, puesto que al 30 de Diciembre de 2010 el precio de cierre de la empresa Ripley es de \$650. Lo anterior se debe a que el valor actual de la acción muestra cierto sobre-valoración, debido a que aparentemente las buenas expectativas de la compañía ya están incorporadas en el precio de la acción.

## Capítulo V

### 5. Simulación de Escenarios Futuros

#### 5.1. Descripción del Modelo

Para realizar la simulación de escenarios futuros se utilizó el programa de sensibilización de Monte Carlo. El sensibilizador Monte Carlo simula los resultados que pueden asumir las variables no controlables o riesgosas, a través de una selección de valores aleatorios otorgando la posibilidad de que al aplicarlos en forma repetida a las variables relevantes, se obtengan suficientes resultados de prueba para que se aproxime a la forma de distribución estimada, simulando el comportamiento que se espera tendrán en el futuro.

La variable a simular (variable de salida) es el precio de la acción.

Las variables críticas o de entrada fueron las siguientes:

- Crecimiento de los ingresos por ventas: la tasa de crecimiento utilizada fue el porcentaje promedio del crecimiento en venta de la Empresa Falabella para el período 2005-2008 el cual asciende al 16,53%. A esta variable se le asignó una distribución normal, con una desviación estándar del 10% del valor de la media. (anexo N° 5)
- Costo de Explotación: se estimó que éste se mantendrá constante en el margen promedio histórico que es de 61,9%. A esta variable se le asignó una distribución triangular, acotado al mínimo histórico que es de 52,1% en el mejor de los casos y al máximo histórico que es de un 70,8% en el peor de los casos, bajo el supuesto que los costos de explotación no pueden bajar ni subir infinitamente. (anexo N° 6)
- Gastos de Administración y Ventas (GAV): se estimó que el porcentaje del GAV sobre las ventas se estabilizará en un 30% en el futuro, este porcentaje es inferior al porcentaje promedio histórico, puesto que se espera disminuya producto de las mejoras en logística derivadas de la puesta en marcha de un nuevo centro de distribución en 2009. A esta variable se le asignó una distribución triangular, acotado al mínimo histórico que es de

29,8% y al promedio histórico como máximo que es de 31,2% (basado en las mejoras mencionadas). (anexo N° 7)

- La tasa del Costo del Capital Promedio Ponderada  $R_{WACC}$ : la tasa calculada para la proyección es de un 10,26%. A esta variable se le asignó una distribución normal con una desviación estándar de 0,33%, basado en que los componentes que afectan al cálculo del  $R_{WACC}$  se mantendrán estable en el futuro. (anexo N° 8)
- La tasa de Crecimiento del Flujo de Caja Perpetuo, en un contexto de largo plazo: la tasa estimada para la proyección es de 4%. A esta variable se le asignó una distribución uniforme, cuyo mínimo y máximo es de un 3% y 5% respectivamente, esto significa que la variable puede fluctuar dentro del mínimo y el máximo con la misma probabilidad de ocurrencia. (anexo N° 9)

## **5.2 Análisis de Simulación de Escenarios Futuros**

A continuación, para dar robustez a los resultados, se realizó un análisis de simulación de escenarios futuros por el método de Monte Carlo. El análisis de simulación permitirá construir la distribución de probabilidades del precio de la acción y, de esta manera, conocer cómo se distribuyen los posibles valores de la acción y cuál sería el precio más probable. Así, se simularon 15.000 posibles escenarios futuros y en cada uno de ellos se proyectó el flujo de caja libre de la compañía. En otras palabras, se proyectaron 15.000 posibles escenarios futuros, en cada uno de los cuales se consideraron distintos valores para cada una de las variables críticas analizadas en el apartado anterior, las cuales fueron combinadas de diferentes formas, a fin de medir su impacto en la capacidad del negocio para generar ganancias futuras y en el precio de la acción.

### 5.3. Resultados

El Cuadro N°11 resume los resultados del proceso de valoración, considerando únicamente el escenario base de evaluación. Se estimó un valor económico para la compañía Ripley de \$1.492.617.600. El valor económico estimado del patrimonio es de \$1.119.958.613, y el precio esperado por acción es de \$578,48.

**Cuadro N° 11: Resultados del proceso de valoración económica de la empresa Ripley**

Resultados	Cifras
Valor Económico Esperado de la Empresa (1)	1.492.617.600
Valor de la Deuda (2)	372.658.987
Valor Económico Esperado del Patrimonio (3) = (1) - (2)	1.119.958.613
N° de Acciones (4)	1.936.052
Precio de Mercado Estimado por Acción (5) = (3) / (4)	578,48
Costo de Capital Promedio Ponderado ( $R_{WACC}$ ) <sup>3</sup>	10,26%
Costo Patrimonial ( $R_S$ ) <sup>2</sup>	16,46%

Fuente: Elaboración Propia

Los resultados del análisis de valoración y de la simulación de Monte Carlo se entregan en el Cuadro N°12.

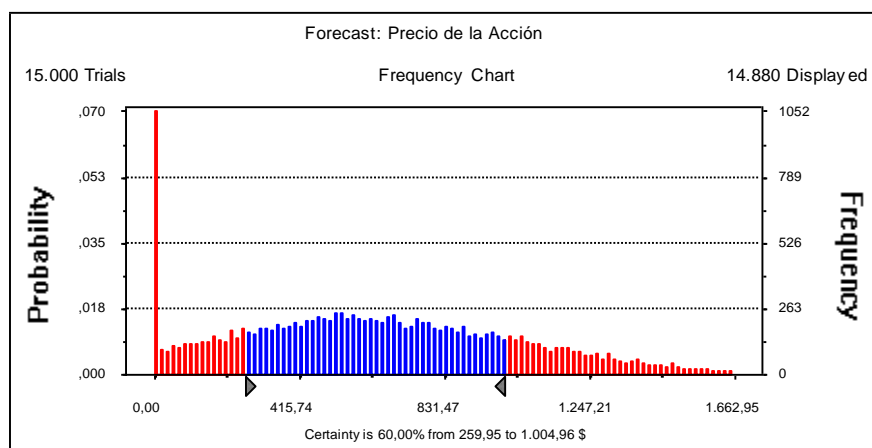
**Cuadro N° 12: Principales resultados de la simulación de escenarios futuros en la valoración económica de la empresa Ripley.**

Estadísticos	Valor
Número de Escenarios Futuros Simulados	15.000
Media	643,20
Desviación Estándar	409,68
Rango de Fluctuación (60%)	259,95 - 1.004,96

Fuente: Elaboración Propia

En función de los resultados presentados en el cuadro N° 12, se puede concluir que el precio más probable estimado para la acción de la compañía es de \$643,2. Además, se estima que el precio accionario podría fluctuar entre \$259,95 y \$1.004,96 con una probabilidad del 60%. La gráfica con la distribución del precio accionario estimado se presenta en la figura N° 5.

Figura N° 5: Distribución de frecuencias del precio accionario estimado para la empresa Ripley.



Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, al realizar un análisis de percentiles (ver Cuadro N° 13), se estima un 20% de probabilidades de que el precio de la acción sea inferior a \$259,95. Asimismo, existe una probabilidad del 60% de que el precio sea menor o igual a \$730,49, es decir que la distribución de precios para un valor de \$643,2 es de tan solo un 40%.

**Cuadro N° 13: Análisis de percentiles.**

Percentiles	\$
0,00%	-
10,00%	85,56
20,00%	259,95
30,00%	396,62
40,00%	510,91
50,00%	617,41
60,00%	730,49
70,00%	855,58
80,00%	1.004,96
90,00%	1.199,88
100,00%	2.115,59

Fuente: Elaboración Propia

El precio de cierre de la acción de Ripley al 30 de Diciembre de 2010 es de \$650, el cual se encuentra dentro del rango de fluctuación y es muy cercano al precio más probable estimado.

## Capítulo VI

### 6. Valoración por Múltiplos

En esta sección se realizó un análisis de ratios y una valoración del precio de la acción de Ripley utilizando el Método de Valoración por Múltiplos. Este método se basa en estimar el valor de una empresa a partir de la comparación de éste con el valor de otras empresas de la competencia o de similares características que cotizan en bolsa; para ello se requiere identificar compañías comparables a la que queremos valorar y calcular los ratios que muestre la relación entre el valor de cada una de las empresas consideradas y alguna medida de su resultado financiero. Este múltiplo es aplicado a la misma medida del resultado financiero de la compañía que se desea valorar, obteniendo así una valoración comparativa. Esta aplicación nos permite ver como sería el precio de la acción si la compañía objetivo de valoración presentara las mismas razones financieras de sus competidores.

En la Valoración de Ripley se consideró a los principales competidores compuestos por Falabella, Almacenes Paris y La Polar, a los cuales, se les calcularon los ratios financieros a Septiembre de 2010.

**Cuadro N° 14: Ratios de Mercado**

Ratios de Valor de Mercado	Ripley	Falabella	Almacenes Paris	La Polar
Utilidad por acción	13,6	101,6	82,3	100,8
Price to Book	1,7	4,9	2,9	2,5
Price to Sales	2,5	5,7	2,5	3,4

Fuente: Elaboración propia

El cuadro N° 14 muestra los principales ratios de las compañías relevantes. Se observa que los mejores ratios los presenta Falabella, seguido por la Polar y en el último lugar se ubica Ripley.



### Cuadro N°15: Valoración por Múltiplos

Valor de la acción de Ripley en función de la competencia			
Ratios de Valor de Mercado	Falabella	Almacenes Paris	La Polar
Price to Book	1.721	1.019	878
Price to Sales	2.252	988	1.343

Fuente: Elaboración propia

El cuadro N°15, nos muestra que el valor de la acción de Ripley en función de sus competidores directos está sobre-valorada; puesto que el valor bursátil de la acción de la compañía alcanza a \$650 al 30 de Diciembre 2010.

## Capítulo VII

### 7.- Conclusión

Finalizado el proceso de Valoración de la empresa Ripley, considerando únicamente el escenario base de evaluación se concluye que el valor de la acción de la compañía (\$578,48), es inferior al valor al que se transa en Bolsa (\$650 al 30 de Diciembre de 2010), por lo tanto el valor de mercado está sobrevaluado, explicado por las buenas expectativas del mercado hacia la empresa.

A continuación, se realizó una simulación de escenarios futuros, simulando los resultados del escenario base de evaluación a través del método de Monte Carlo; en el cual se proyectaron 15.000 posibles escenarios futuros, obteniendo como resultado que el precio más probable de la acción es de 643,2. Además se estimó que el precio de la acción podría fluctuar entre \$259,95 y \$1.004,96, con un 60% de probabilidad. Se concluye entonces, que el valor actual al que se transa la acción se encuentra dentro del rango de fluctuación y que es muy cercano al precio más probable que nos arrojó el resultado de la simulación.

Finalmente, al realizar la Valoración utilizando el método de los Múltiplos, se observó que el precio obtenido en función de sus competidores es muy superior al que se transa en la bolsa de comercio de Santiago, y que si bien utilizando el ratio Price to Book el precio obtenido (\$878) en función de La Polar se encuentra dentro del rango obtenido en la simulación, éste es muy poco probable que se alcance en el corto plazo; esto puede cambiar en un horizonte de tiempo más largo, en la medida que Ripley logre un nivel de eficiencia más alto acercándose a sus competidores.

## **Bibliografía**

### **A) Libros**

- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield y Bradford D. Jordan. “Fundamentos de Finanzas Corporativas”, 5ª Edición. Editorial McGraw-Hill.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield y Jaffe Jeffrey. “Finanzas Corporativas”, 5ª Edición. Editorial McGraw-Hill.

### **B) Conferencias y Documentos**

- Memoria de Empresa Ripley Corp, 2005-2009
- Memoria de Empresa Falabella, 2005-2009
- Memoria de Empresa La Polar, 2009
- Memoria de Empresa Cencosud, 2009
- Estados de Resultados Consolidados Ripley Corp, septiembre 2010.
- Clases de valoración de Empresas. El Proceso de Valoración. Parisi, Franco y Parisi, Antonino 2004, Diario Financiero.
- Humphreys, Clasificadora de Riesgo, Informe Anual Ripley Chile S.A, Marzo 2010.
- Inversiones Security, Informe Diciembre 2007.

### **C) Sitios www (Word Wide Web)**

- [www.bolsadesantiago.cl](http://www.bolsadesantiago.cl), Datos Índice General de Precio Accionario y Precios de Cierre de las acciones de Ripley Corp.
- [www.bancocentral.cl](http://www.bancocentral.cl), Datos de la tasa de interés de los Bonos del Banco Central de Chile en unidades de Fomento (BCU) a 10 años.

- [www.parisinet.cl](http://www.parisinet.cl), Información sobre Valoración de Empresas.
- [www.svs.cl](http://www.svs.cl), Información de la Ficha Estadística Codificada Uniforme (F.E.C.U.) de las Empresas Ripley, Falabella y La Polar.

## Anexos

### Anexo N° 1: Flujo de efectivo Histórico, 2005-2009

Cifras en miles de pesos: Histórico; Consolidado					
(Cifras reales, al 31 de Diciembre de 2009)	2005	2006	2007	2008	2009
Ingresos de explotación	881.576.457	939.927.315	946.712.679	1.001.728.138	887.998.222
Costos de explotación	-519.650.896	-489.881.392	-605.280.359	-636.102.919	-628.744.301
Gastos generales y administrativos	-287.395.511	-295.493.563	-283.371.022	-298.864.154	-283.752.746
<b>Utilidad Antes de Intereses e Impuestos (EBIT)</b>	<b>74.530.050</b>	<b>154.552.360</b>	<b>58.061.298</b>	<b>66.761.065</b>	<b>- 24.498.825</b>
Impuesto a la Renta	9.550.631	12.893.197	6.309.863	7.985.974	14.256.212
<b>Utilidad Después de Impuestos</b>	<b>64.979.419</b>	<b>141.659.163</b>	<b>51.751.435</b>	<b>58.775.091</b>	<b>10.242.613</b>
Depreciación	18.300.066	19.881.795	23.016.109	28.589.681	28.734.488
<b>Flujo de Caja Operacional Bruto</b>	<b>83.279.485</b>	<b>161.540.958</b>	<b>74.767.544</b>	<b>87.364.772</b>	<b>18.491.875</b>
Inversiones en Activo Fijo	-37.324.290	-53.736.593	-63.672.497	-43.913.867	-22.077.716
<b>Flujo de Caja Operacional Neto</b>	<b>45.955.196</b>	<b>107.804.364</b>	<b>11.095.047</b>	<b>43.450.905</b>	<b>- 3.585.841</b>

### Anexo N° 2: Datos Variación Históricas IGPA

Datos Históricos años 2002-2010			
Año	Variación % IGPA (1)	IPC anual (2)	Variación % real IGPA (1)-(2)
2002	5,76%	2,80%	2,96%
2003	-4,97%	1,10%	-6,07%
2004	47,27%	2,40%	44,87%
2005	3,85%	3,70%	0,15%
2006	30,07%	2,60%	27,47%
2007	8,38%	7,80%	0,58%
2008	-12,52%	7,10%	-19,62%
2009	37,28%	-1,40%	38,68%
2010	29,74%	2,90%	26,84%
<b>Promedio</b>	<b>16,10%</b>	<b>3,22%</b>	<b>12,87%</b>

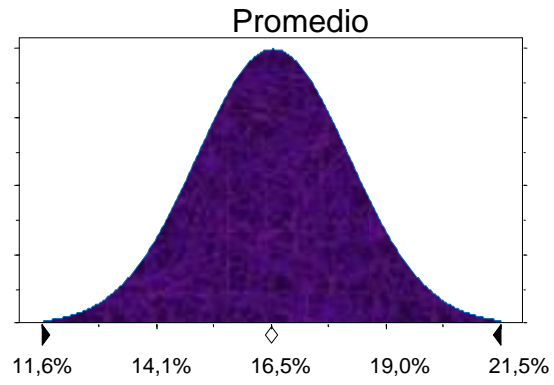
### Anexo N° 3: Datos Históricos del Activo, Pasivo y Patrimonio, 2005 a Sep-2010

Cifras en miles de pesos: Histórico; Consolidado						
(Cifras reales, al 31 de diciembre de 2009 + Sep-2010)	2005	2006	2007	2008	2009	sep-10
Total Activos	843.743.400	993.190.884	1.139.096.865	1.258.270.609	1.096.437.203	1.396.909.878
Total Pasivos	400.342.606	462.853.257	541.196.213	592.353.481	466.600.518	716.809.312
Total Patrimonio	443.236.613	530.163.034	624.496.649	665.582.123	629.529.904	680.100.566

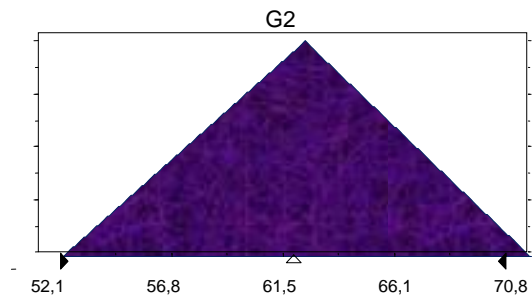
### Anexo N° 4: Crecimiento de los Ingresos de Explotación Falabella, 2005-2009

Cifras en miles de pesos: Histórico; Consolidado Falabella						
(Cifras reales, al 31 de diciembre de 2009)	2005	2006	2007	2008	2009	Promedio
Ingresos de Explotación	2.303.697.366	2.661.526.432	3.016.721.673	3.641.461.221	3.524.440.615	
Variación real		15,53%	13,35%	20,71%	-3,21%	16,53%

**Anexo N° 5: Distribución del crecimiento de los ingresos**



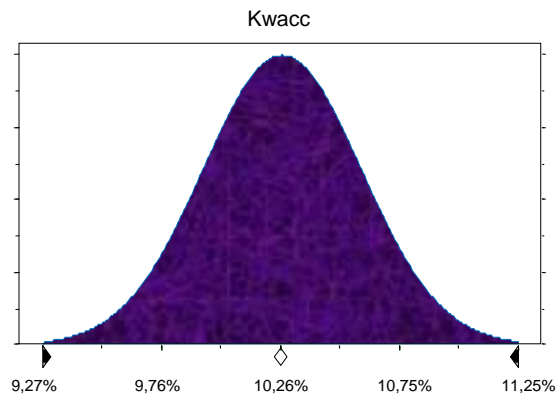
**Anexo N° 6: Distribución del costo de explotación**



**Anexo N° 7: Distribución de los Gastos de Administración y Ventas**



**Anexo N° 8: Distribución del costo del Capital  $K_{wacc}$**



**Anexo N° 9: Distribución del crecimiento del flujo perpetuo (g)**

