



VALORIZACIÓN DE RIPLEY CORP S.A.

TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE

Magíster en Finanzas

Alumno: Fabián González Gutiérrez

Profesor Guía: Gabriela Clivio

Santiago, 11 de junio 2024

INDICE

1. Metodología:	5
1.1 Principales métodos de valoración	5
1.1.1 Método de flujo de caja descontados	5
2. Descripción de la empresa e industria.	8
2.1 Descripción de la empresa	8
2.1.1 Antecedentes del negocio e historia.....	8
2.1.2 Principales accionistas	12
2.1.3 Filiales.....	13
2.1.4 Clasificación de riesgo	14
2.2 Descripción de la industria	16
2.2.1 Estado actual	16
2.2.2 Riesgos del negocio.....	17
2.2.3 Regulación y fiscalización	20
2.2.4 Empresas comparables.....	21
3. Financiamiento y estructura de capital de la empresa	23
3.1 Deuda financiera.....	23
3.2 Patrimonio económico.....	27
3.3 Valor económico	27
3.4 Estructura de capital histórica y objetivo	28
4. Estimación del costo de capital de la empresa	29
4.1 Costo de la deuda.....	29
4.2 Beta de la deuda.....	30

4.3 Estimación del beta patrimonial.....	31
4.4 Beta patrimonial sin deuda.....	33
4.5 Beta Patrimonial con estructura de capital objetivo	34
4.6 Costo Patrimonial.....	34
4.7 Costo de capital promedio ponderado WACC	35
5. Análisis del negocio.....	36
5.1 Análisis de crecimiento de la empresa	36
5.2 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa.....	39
5.3 Análisis del resultado no operacional de la empresa.....	40
5.4 Análisis de márgenes de la empresa.....	41
5.5.1. Activos operacionales y no operacionales	43
5.5.2. Capital de trabajo operativo neto	46
5.5.3. Inversiones.....	47
5.6 Análisis de crecimiento de la industria.....	48
6. Proyección del estado de resultados	49
6.1 Ingresos operacionales proyectados	49
6.2 Costos y gastos operacionales proyectados	55
6.3 Resultado no operacional proyectado	57
6.4 Impuesto corporativo proyectado	58
6.5 Estado de resultados proyectado en miles de UF	59
6.6 Estado de resultados proyectado porcentual.....	60
7. Proyección de los flujos de caja libre.....	62
7.1 Inversión en reposición	63
7.2 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto	64

7.3 Valor terminal.....	67
7.4 Flujos de caja libre proyectados.....	69
8. Precio de la acción estimado	70
8.1 Valor presente de los flujos de caja libre	70
8.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto.....	70
8.3 Activos prescindibles y otros activos	71
8.4 Valorización económica de la empresa	72
8.5 Análisis de sensibilidad	73
9. Referencias.....	74

1. Metodología:

1.1 Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiples o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

1.1.1 Método de flujo de caja descontados

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, 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, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Palepu *et al.*, 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maquieira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben

descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Palepu *et al.*, 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD 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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012).

2. Descripción de la empresa e industria.

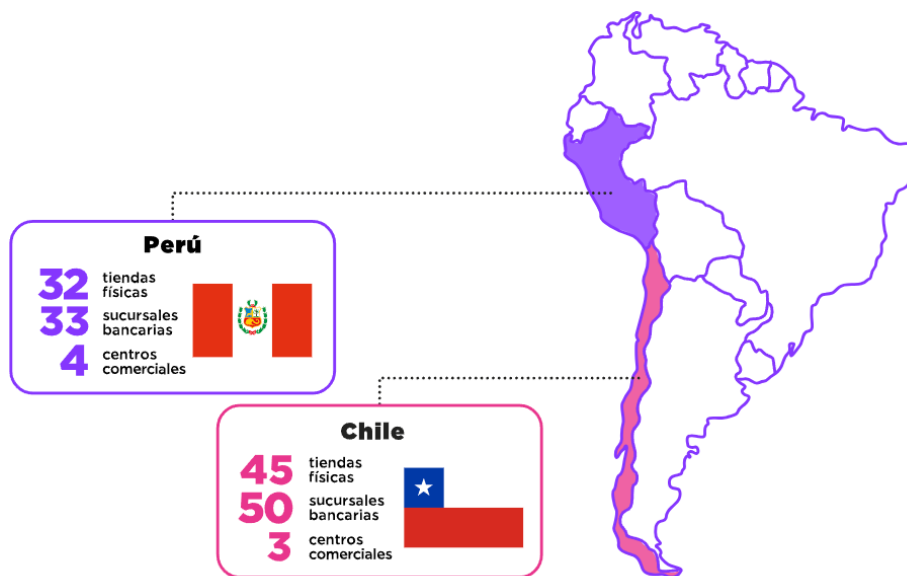
2.1 Descripción de la empresa

2.1.1 Antecedentes del negocio e historia

Ripley Corp., compañía con sede en Chile, es una de las empresas líderes del sector *retail* financiero de Chile y Perú. Las líneas de negocio están divididas en tres segmentos:

1. **Retail:** Responsable de la operación de tiendas por departamento y centros comerciales bajo la marca Ripley en Chile y Perú, mediante venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar a través de tiendas por departamento y canal online.
2. **Banca:** La división de banca está enfocada al sector consumo, con productos tales como tarjetas de crédito, depósitos a plazo, créditos hipotecarios, entre otros servicios financieros.
3. **Propiedades inmobiliarias:** Esta división se enfoca en el desarrollo, construcción y administración de centros comerciales en Chile y Perú.

Ilustración 2.1.1: Ripley tiendas físicas, sucursales bancarias y centros comerciales



Fuente: Memoria 2022 Ripley

Ripley Corp. S.A. es la entidad matriz de un grupo de empresas que contrata directamente las sociedades Ripley Chile S.A. y Ripley Internacional S.A., filiales que desarrollan actividades en los sectores *retail*, inmobiliario y bancario tanto en Chile como en Perú.

Como muestra la Ilustración 2.2.1, Ripley Corp. cuenta con 77 tiendas físicas para su segmento de tiendas por departamento, 83 sucursales bancarias y 7 centros comerciales distribuidos entre Perú y Chile con un total de 353km² de área arrendable (GLA). Adicionalmente, durante 2023 Ripley Corp. concretó la venta de la sociedad Nuevos desarrollos que compartía con Mall Plaza (22,5%) que contaba entre sus activos los Malls Plaza Alameda, Sur, Mirador Bío-Bío, Iquique, Egaña, Copiapó, Los Domínicos y Arica, lo que le reportó ingresos por más de US\$ 200 millones¹.

Cuadro 1. Negocio inmobiliario RIPLEY Corp. S.A.

País	Mall	Superficie arrendable [km2]	% Propiedad Ripley	Apertura
Chile	Inmobiliaria viña del mar Marina Arauco	100	50	1999
Chile	Inmobiliaria viña del mar Mall del Centro de Curicó	53.5	50	2006
Chile	Inmobiliaria viña del mar Mall Concepción	37	50	2012
Perú	Mall Aventura S.A Aventura Plaza Arequipa	72.5	100	2010
Perú	Mall Aventura S.A Aventura Plaza Santa Anita	84.4	100	2012
Perú	Mall Aventura S.A Aventura Chiclayo	47.6	100	2020
Perú (en construcción)	Mall Aventura S.A San Juan Lurigancho	59	100	2023
Perú (en construcción)	Mall Aventura S.A Iquitos	51.3	100	2023

Fuente: Humphreys Reporte Anual Ripley Corp.

Ripley Corp. se constituyó como sociedad holding en diciembre de 2004, sin embargo, sus filiales operativas, tanto en los negocios de *retail* como financiero, presentan una antigüedad superior, que en el caso de las ventas de *retail* supera los 50 años.

¹ <https://www.df.cl/empresas/retail/ripley-sella-su-salida-de-sociedad-con-mallplaza-y-vende-su>

La historia de Ripley parte en 1956 cuando inaugura su primer establecimiento del negocio de confección y venta de ropa masculina al por menor. En 1964 se inaugura la primera tienda Ripley en pleno centro de Santiago. En el año 1985 se abre la primera tienda bajo el formato de tienda por departamento. Posteriormente, inauguró Ripley Parque Arauco, la primera tienda en un mall, que implicó un profundo cambio de imagen y reposicionamiento de marca. En 1997 se inaugura la primera tienda fuera de Chile, en Lima Perú. Posteriormente fue paulatinamente desarrollando líneas de negocios financiero con CAR S.A. y Cordillera, para administrar el negocio del crédito y ofrecer tarjetas de crédito respectivamente. Por el año 2000 se incorpora al modelo de negocio electrónico con Ripley.cl, acompañado de la corredora de seguros de Ripley. El 14 de junio del 2015 realizó su proceso de apertura bursátil con un capital flotante de 15% que permitió la apertura de tiendas en Crillón, Temuco y Perú y junto con 6 nuevas sucursales de banco Ripley. Su primera emisión de bonos locales por aproximadamente UF 6 millones fue en 2007, lo que permitió formar la sociedad Aventura Plaza S.A. para desarrollar centros comerciales en Perú y continuar su expansión en Chile y Perú. En 2008 inauguró un centro de distribución de 60 km² de superficie. En 2009 adquirió el 22,5% de la sociedad Nuevos Desarrollos S.A., propietaria de los centros comerciales Mall Plaza y adicionalmente emitió deuda local por UF 3 millones. En 2012 anunció su ingreso al mercado colombiano comprometiendo una inversión de US \$ 272 millones para el despliegue de su plan de negocios en el periodo de 4 años. Debido a que no se produjeron los resultados esperados ni los niveles de participación necesarios para garantizar la sostenibilidad de la operación en 2016, toma la decisión de salir de Colombia². Por 2012 continuó con su proceso de expansión de tiendas por departamento en Chile y Perú. En el año 2014 realizó la primera colocación de bono de Banco Ripley Chile, clasificado A+ por Fitch Ratings y Feller Rate. Para el año 2016 Ripley había adquirido el 50% de participación en Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. Se crea la nueva filial de la compañía Aventura S.A. para continuar desarrollando de forma independiente el negocio de centros comerciales en Perú. Durante 2017 y 2018 continua la emisión de deuda en Chile y Perú, lo que permite continuar el desarrollo de tiendas y centros

² [Ripley sale de Colombia tras el fracaso de su plan de inversión - La Tercera](#)

comerciales en Chile y Perú. En 2018 la acción Ripley Corp. pasa a formar parte del S&P Chile.

El cuadro 2 resume los ingresos y EBITDA de 2022 por país. Se destaca que un 67,3% de ingresos vienen de su matriz Chile, sin embargo, el 51,2% del EBITDA es generado en Perú, por lo que es particularmente relevante realizar un análisis del comportamiento sus líneas de negocio segmentando por país.

Cuadro 2. Ingresos y EBITDA por país de RIPLEY CORP S.A.

Países donde opera	Ingresos (en MUF)	Ingresos (en %)	EBITDA (en MUF)	EBITDA (en %)
Para el año 2022				
Chile	39.767	67,3	1.180	48,8
Perú	19.322	32,7	1.238	51,2
Total	59.090	100	2.418	100

Fuente: Elaboración propia en base a memoria Ripley 2022

Por otra parte, al año 2022, consolidando Chile y Perú, el ingreso de *retail* sigue siendo la línea de negocio más significativa, representando un 77,4% de los ingresos y contribuyendo con un 59,48% de EBITDA.

Cuadro 3. Ingresos y EBITDA por rubro de RIPLEY CORP S.A.

Rubros donde opera	Ingresos (en MUF)	Ingresos (en %)	EBITDA (en MUF)	EBITDA (en %)
Para el año 2022				
Retail	45.741	77,4	1.965	59,5
Banco	12.446	21,1	598	18,1
Inmobiliario	911	1,5	741	22,4
Otros gastos			-883	
Total	59.098	100	2.421	100

Fuente: Elaboración propia en base a memoria Ripley 2022

2.1.2 Principales accionistas

Ripley poseía 736 accionistas al cierre del periodo 2022. Entre sus principales accionistas destacan inversiones R matriz Limitada con un 42,83% y otros inversionistas institucionales como corredoras de bolsa, bancos y fondos de pensiones. El detalle de los 12 mayores accionistas se puede ver en el cuadro 4. Los dueños y controladores de inversiones R Matriz Limitada son los hermanos Calderón Volochinsky.

Cuadro 4. Principales accionistas Ripley Corp.

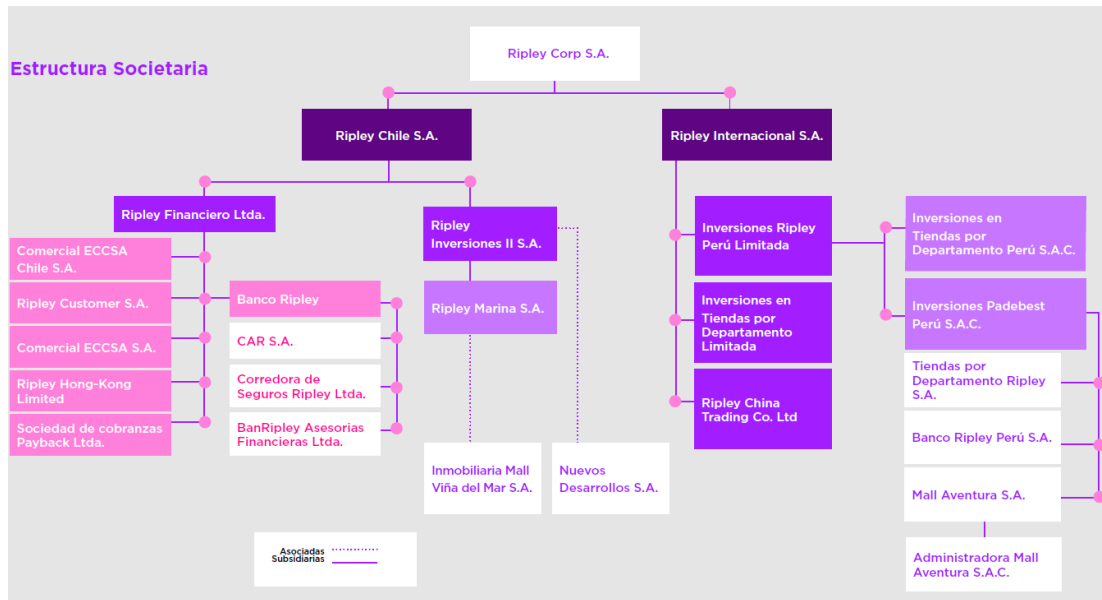
Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	% Propiedad (*)
INVERSIONES R MATRIZ LIMITADA	42,8
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S A	5,3
BCI C DE B S A	3,1
BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION (CTA.NUEVA)	2,9
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	2,6
AFP HABITAT SA PARA FONDO PENSIÓN C	2,5
CREDICORP CAPITAL SA CORREDORES DE BOLSA	1,9
BTG PACTUAL CHILE SA C DE B	1,9
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	1,9
CK EMC SPA	1,9
PCK SPA	42,8
DCK SPA	5,3

Fuente: Memoria Ripley 2022 (fecha de valoración al 30 de Junio de 2023)

2.1.3 Filiales

Ripley Corp. S.A. posee una red de 25 empresas filiales y coligadas que se relacionan de acuerdo con la siguiente estructura societaria.

Ilustración 2.1.3: Estructura societaria Ripley



Fuente: Memoria Ripley 2022

2.1.4 Clasificación de riesgo

A continuación, en cuadro 5 se presenta un resumen de la clasificación de solvencia y las líneas de bonos de Ripley Corp. al 30 de junio de 2023. Entre las clasificadoras de riesgo que evaluaron la compañía se encuentran Fitch, Feller-Rate y Humphreys.

Cuadro 5. Clasificación de riesgo Ripley Corp.

Clasificadora	2023 (junio)	Perspectivas
Fitch ³	BB (04/2022)	Estable
Feller-Rate ⁴	A+ (06/2023)	Negativa
Humphrey ⁵	A+ (06/2021)	Estable

Fuente: Elaboración propia en base a datos referenciados (fecha de valoración al 30 de Junio de 2023)

Del cuadro 5 observamos que la evaluación más cercana a junio 2023 realizada por Feller-Rate asigna una categoría de “nivel medio alto” de inversión, destacando la operación extraordinaria de venta de la totalidad de acciones de la sociedad Nuevos Desarrollos S.A., que alcanzó un precio de transacción de 4,6 millones de UF, que se utilizaron para mejorar la liquidez y mejorar el *leverage* financiero neto. No obstante, la agencia destacó las perspectivas negativas, dado las mayores presiones en el segmento *retail* a raíz del menor consumo a nivel regional cuya estimación se mantenía desafiante para los próximos periodos.

³ <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-affirms-ripley-corp-idrs-bb-outlook-stable-05-04-2022>

⁴ <https://www.feller-rate.com/clasificacion-cp/14537/16227/ripley-corp-sa>

⁵ <https://www.humphreys.cl/clasificaciones/?empresa=/empresas/ripley-corp>

Cuadro 6. Comparación de ratings de agencias de rating crediticio

Fitch ⁶ / S&P ⁷	Moody's ⁸	Significado
AAA	AAA	Prime
AA+	AA1	High Grade
AA	AA2	High Grade
AA / AA-	AA3	High Grade
A+	A1	Upper Medium Grade
A	A2	Upper Medium Grade
A-	A3	Upper Medium Grade
BBB+	BAA1	Lower Medium Grade
BBB	BAA2	Lower Medium Grade
BBB-	BAA3	Lower Medium Grade
BB+	BA1	Non investment grade Speculative
BB	BA2	Non investment grade Speculative
BB-	BA3	Non investment grade Speculative
B+	B1	Highly Speculative
B	B2	Highly Speculative
B-	B3	Highly Speculative
CCC+	CAA1	Substantial Risks
CCC	CAA2	Extremely Speculative

Fuente: Elaboración propia en base a datos referenciados

⁶ <https://www.fitchratings.com/products/rating-definitions>

⁷ [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-382-3832?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-382-3832?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true)

⁸ https://www.moody.com/sites/products/productattachments/ap075378_1_1408_ki.pdf

2.2 Descripción de la industria

2.2.1 Estado actual

Durante los últimos años la industria del *retail* ha experimentado grandes cambios por la digitalización y el creciente uso de las plataformas móviles que se han transformado en importantes ejes de desarrollo para el sector y los consumidores. La industria del *retail* ha sido uno de los sectores con mayor impacto producto de la disrupción tecnológica y los efectos de la pandemia durante los años 2020 y 2021. El e-commerce y las compras online, así como las propuestas omnicanalidad generaron la primera ola de cambios en la forma tradicional de comprar. Si bien en los próximos años se espera que las tiendas físicas sigan teniendo un rol clave en el proceso global de compra para muchos clientes, se necesitará complementar con la introducción de cambios tecnológicos que contribuyan a mejorar la experiencia de compra del cliente. El comportamiento del cliente cambia constantemente y existe una mayor exigencia por productos y servicios más sostenibles y con marcas que en su proceso de producción aseguren prácticas que minimicen su impacto en el medio ambiente y las personas⁹.

El auge del comercio online, la pandemia, la inflación y los encadenamientos logísticos han golpeado a la industria de manera transversal, llevando inclusive a referentes como Falabella a registrar cuatro trimestres resultados negativos y empeorar los ratios de deuda financiera sobre EBITDA¹⁰. Actualmente, uno de los desafíos que enfrenta la industria es el cómo estructurar su propuesta de valor hacia clientes, combinando de la manera más eficiente los activos físicos y digitales de forma de lograr resultados sostenibles. A modo de referencia, Falabella dio marcha atrás a su unificación de los sitios web de sus marcas, tras haberlos consolidado en 2021 bajo la plataforma en Falabella.com¹¹.

⁹ [Memoria-Ripley-Corp-14Abril-B.pdf \(q4cdn.com\)](#)

¹⁰ [Nueva gerencia omnicanal de Falabella | Diario Financiero \(df.cl\)](#)

¹¹ [El Mercurio.com - Inversiones - las dudas del mercado en torno al reordenamiento digital de falabella](#)

2.2.2 Riesgos del negocio

Los negocios de Ripley están expuestos a diferentes tipos de riesgos: de crédito, debido al negocio principal de los bancos en préstamos de consumo a través de tarjetas de créditos y préstamos personales; de liquidez, de mercado y al riesgo Operacional (reputacional, ciberseguridad y fraude), al cual también están expuestos los *retailers*¹².

Entre los principales riesgos¹³, destacan los enumerados en el cuadro 7.

Cuadro 7. Principales riesgos transversales Ripley Corp.

Riesgos transversales	Descripción
Riesgo operacional.	Riesgos que impactan la continuidad de las operaciones.
Seguridad de la información y privacidad del cliente	Riesgos que impactan la privacidad de los datos de clientes en los negocios de <i>retail</i> y bancario y potenciales amenazas de ciber-ataques.
Riesgos por emergencias sanitarias	Riesgos asociados a impacto por medidas de protección a la salud por crisis como el COVID-19 e influenza aviar.
Riesgo político	Riesgos asociados a cambio de constitución en Chile y crisis política en Perú.
Riesgos Macroeconómicos	Los riesgos que genera el desempeño de la economía en términos de crecimiento, inflación, empleo, crecimiento y tasas de interés afectan la conducta de compra y disposición a pagar los créditos contraídos.
Riesgo de tasa de interés	Riesgos asociados al aumento de costos financieros por fluctuaciones en la tasa de interés del mercado que afectan el financiamiento de corto plazo.

¹² Memoria Ripley Corp 2022

¹³ Memoria Ripley Corp 2022

Riesgos de la cadena de suministros y estructura de mercado	Riego de categoría baja dado que la compañía tiene una amplia red de suministro distribuida en diferentes regiones geográficas que propician su acceso a las fuentes de abastecimiento.
Riesgos normativos	Los efectos de eventuales modificaciones de tipo legal o regulatorio ya sea en materias administrativas, laborales o tributarias, tienen un impacto en la situación financiera y resultados operacionales y pueden afectar la confianza de los clientes y empresarios, afectando el consumo y/o inversión.
Riesgos de tipo de cambio	Riesgos relacionados a la fluctuación de la moneda chilena y peruana respecto del dólar estadounidense y otras divisas, dado que los productos ofrecidos por Ripley son adquiridos en países extranjeros y durante el periodo de pago de dichas importaciones, existe una exposición a la fluctuación cambiaria.
Riesgo de competencia	Las actividades de Ripley están insertas en un mercado altamente competitivo, enfrentando la entrada de nuevos <i>retailers</i> de especialidad tanto nacionales como extranjeros. En los mercados bancarios de Chile y Perú se ha observado un fuerte aumento de competidores locales y extranjeros, así como de la oferta de tarjetas de crédito por parte de grandes almacenes. Este ambiente podría reducir las tasas de interés y las comisiones que banco Ripley puede cobrar y con esto afectar negativamente el crecimiento de los préstamos y ejercer presión sobre los márgenes.
Riesgos de daño o deterioro de activos	Riesgos asociados a activos fijos de edificación, infraestructura, instalación y equipamiento, mercadería y riesgos de responsabilidad civil que pueden verse

	afectados e impactar el patrimonio y resultados de la compañía.
Riesgo de crédito	El banco proyecta necesidades de capital de manera de cumplir con el objetivo interno de patrimonio efectivo bajo escenarios normales y de tensión, generando dinámicas de cartera en función de las características de cada escenario.
Riesgo financiero	Los bancos están expuestos a riesgos ligados a fluctuaciones en las tasas de interés, tipos de cambio, presiones inflacionarias y plazos de la cartera de activos y pasivos, por lo que es necesario determinar el consumo de capital correspondiente en distintos escenarios macroeconómicos y las pérdidas derivadas de movimientos inesperados en estos factores. También se debe considerar la exposición a una disminución en los <i>ratios</i> de liquidez de banco por causas internas o externas.
Riesgo operacional y seguridad de la información	La infraestructura informática de Ripley Corp. está expuesta a la eventual ocurrencia de situaciones de riesgo cibernético que podrían afectar potencialmente sus equipos e información, o causar la interrupción de sus operaciones. Para ello se plantea una mayor complejidad de escenarios de <i>Disaster Recovery Plan</i> y <i>Business Continuity plan</i> .
Fraude	Riesgos asociados a la validación en el <i>onboarding</i> de clientes y potenciales sitios fraudulentos de <i>phishing</i> .
Riesgos relativos a la libre competencia	Riesgos asociados al cumplimiento de código y políticas relacionadas a la libre competencia, para mitigar el riesgo de conductas contrarias a esta materia.

Fuente: Memoria Ripley 2022

2.2.3 Regulación y fiscalización

El *retail* en Chile es fiscalizado por el Servicio Nacional del Consumidor, SERNAC, institución pública responsable de fiscalizar el cumplimiento de las disposiciones de la Ley N°19.496 sobre protección de los derechos de los consumidores. Respecto del *retail* en Perú, es regulado por el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual, INDECOPI, según la Ley N° 29.571 correspondiente al código de protección y defensa del consumidor.

Adicionalmente, está sujeta a la Ley N° 18.045 sobre el mercado de valores y normativa de la CMF y la Ley N° 18.046 sobre sociedades anónimas, Ley General de Bancos y normativa de la Superintendencia de bancos e instituciones financieras.

2.2.4 Empresas comparables

Entre las empresas comparables destacan los líderes de *retail* que tienen presencia tanto en Chile y Perú, como en otros países de la región, dedicados a líneas de negocio similares y donde destacan las tiendas por departamento (segmento de negocio que concentra el 77,4% de los ingresos en 2022) como Falabella, que también posee presencia en el negocio financiero (Banco Falabella) y Paris (Cencosud).

Cuadro 8. Antecedentes de RIPLEY CORP S.A.

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	Ripley
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Empresa con sede en Chile, es una de las empresas líderes del sector <i>retail</i> financiero de Chile y Perú.
Rubros y países donde opera	<i>Retail</i> , banca y <i>real estate</i> . Opera en Chile y Perú

Fuente: Memoria 2022 Ripley

Cuadro 9. Antecedentes de Falabella S.A.

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	Falabella
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Empresa con presencia en distintos giros, destacando <i>retail</i> y banca.
Rubros y países donde opera	Opera en Chile, Argentina, Perú, Colombia, Brasil, México y Uruguay. Tiendas por departamento, tiendas de mejoramiento del hogar, supermercado, banca y <i>real estate</i> .

Fuente: Memoria 2022 Falabella

Cuadro 10. Antecedentes de Cencosud S.A.

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nematécnico	Cencosud
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Empresa dedicada al <i>retail</i> en América Latina.
Rubros y países donde opera	Opera en Chile, Argentina, Perú, Colombia y Brasil. Entre sus negocios destacan tiendas por departamento, servicios financieros, supermercado, tiendas de mejoramiento del hogar y centros comerciales.

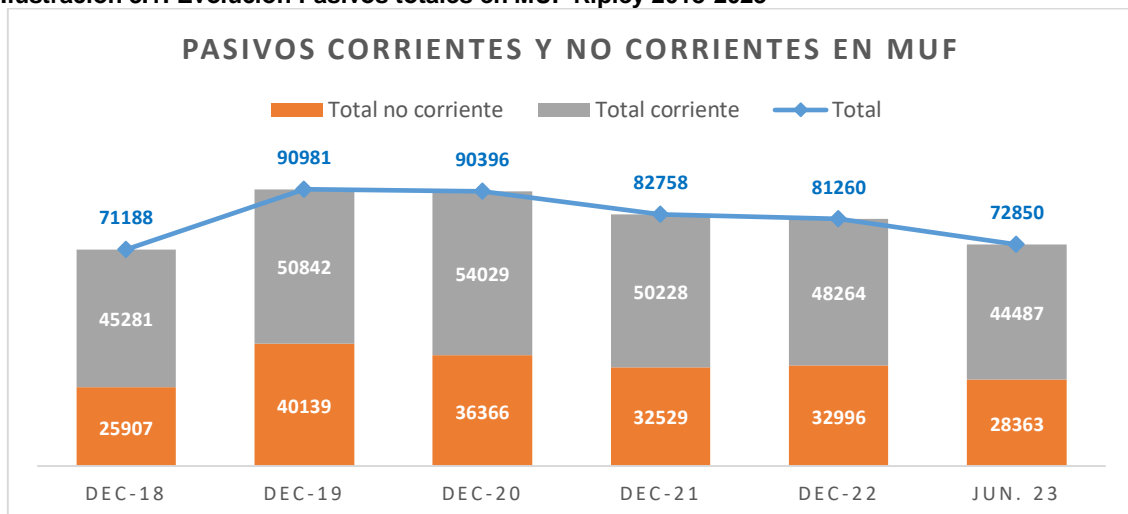
Fuente: Memoria 2022 Cencosud

3. Financiamiento y estructura de capital de la empresa

3.1 Deuda financiera

En la ilustración 3.1 observamos la evolución de los pasivos totales consolidados (negocio financiero y no financiero) de Ripley desde el año 2018 hasta junio de 2023. Se observa un aumento significativo de 28% desde 2018 a 2019, que posteriormente baja paulatinamente hasta alcanzar las 72.850 MUF y alcanzar niveles prepandemia y crisis social en Chile. Se destaca una disminución de los pasivos totales al 2023 en un 10,3% (~ USD 377 millones).

Ilustración 3.1: Evolución Pasivos totales en MUF Ripley 2018-2023



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Al 31 de junio de 2023 (1 dólar = 802,68 CLP & 1 UF = 36.049,05 CLP) los pasivos corrientes eran de 44.487 MUF (~USD 2.000 millones) y no corrientes de 28.363 MUF (~USD 1.274 millones), totalizando 72.850MUF (~USD 3.272 millones).

Para analizar el comportamiento particular de la deuda financiera consolidada observamos el cuadro 11 y su evolución desde 2018 a junio de 2023.

Cuadro 11. Deuda financiera Ripley Corp. (otros pasivos financieros).

En MUF	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Jun. 23
Total corriente	29.846	34.058	36.652	30.266	31.863	31.820
<i>Préstamos de Entidades Financieras</i>	3.367	491	5.560	1.934	698	1.611
<i>Obligaciones con el Público</i>	1.666	3.973	3.654	2.648	1.630	1.630
<i>Arrendamiento Financiero</i>	256	0	0	0	0	0
<i>Cobertura y derivados financieros</i>	44	95	106	21	152	125
<i>Depósitos y otras obligaciones a vista</i>	625	1.120	3.588	4.196	2.485	2.156
<i>Depósitos y otras captaciones a plazo</i>	22.290	26.043	21.345	19.195	24.966	24.549
<i>Instrumentos de deuda emitidos</i>	1.122	1.380	1.514	1.164	93	85
<i>otras obligaciones financieras</i>	476	956	885	1.107	1.840	1.663
Total no corriente	23.479	21.418	17.864	14.712	16.600	12.546
<i>Préstamos de Entidades Financieras</i>	2.294	1.808	2.668	1.995	3.064	1.382
<i>Obligaciones con el Público</i>	14.598	12.218	10.140	9.631	9.784	8.233
<i>Arrendamiento Financiero</i>	533	0	0	0	0	0
<i>Cobertura y derivados financieros</i>	109	143	198	74	192	183
<i>Depósitos y otras obligaciones a vista</i>	0	3.519	0	0	0	0
<i>Depósitos y otras captaciones a plazo</i>	2.720	1.392	1.710	1.107	2.421	1.301
<i>Instrumentos de deuda emitidos</i>	1.280	2.338	824	467	359	316
<i>otras obligaciones financieras</i>	1.944	0	2.323	1.439	780	1.130
Total	53.325	55.476	54.516	44.978	48.462	44.365

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

El cuadro 11 muestra una deuda financiera total de 44.635 MUF (~ USD 1.992 millones). Dado que una parte importante de la deuda financiera es del negocio bancario, reflejado en partidas tales como: Depósitos y otras captaciones a plazo en los activos corrientes como Obligaciones con el Público en los activos no corrientes, éstas pasan a ser relevantes, por lo que buscaremos aislar el efecto del negocio bancario analizando la deuda financiera no bancaria en el cuadro 12.

Por otro lado, también es relevante destacar que, de la deuda financiera total, aproximadamente un 72% (~ USD 715 millones) corresponde a deuda corriente, es decir, con menos de un año de vencimiento, lo que sugiere una necesidad de refinanciar

pasivos de corto plazo por pasivos de largo plazo para no afectar los ratios de endeudamiento de la compañía y permitir responder a los compromisos financieros de corto plazo.

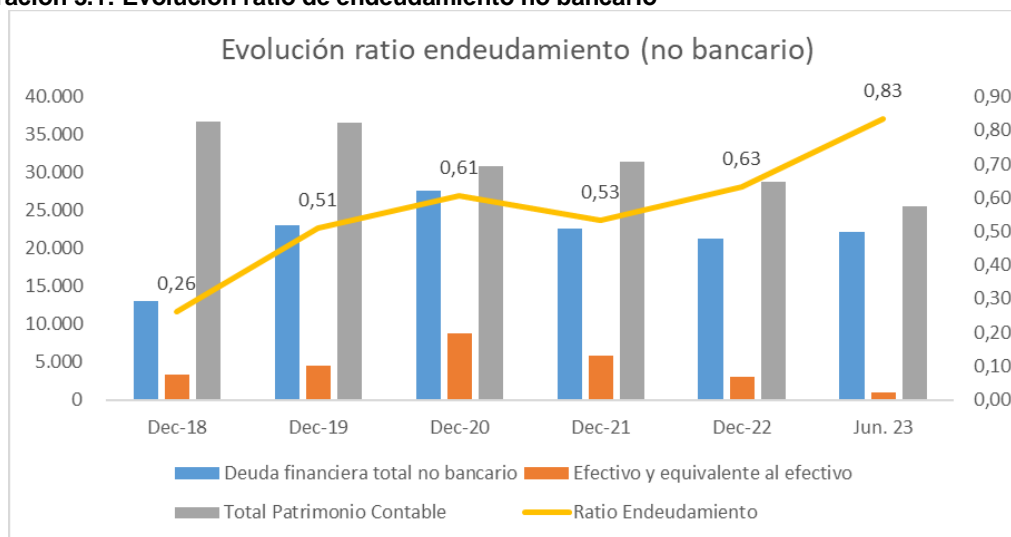
Cuadro 12. Deuda financiera no bancaria Ripley Corp. MUF.

En MUF	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Jun. 23
Deuda financiera total no bancario ¹⁴	12.986	23.053	27.512	22.586	21.284	22.203
Efectivo y equivalente al efectivo	3.359	4.433	8.801	5.846	3.043	946
Total Patrimonio Contable	36.635	36.512	30.818	31.371	28.828	25.472
Ratio Endeudamiento	0,26	0,51	0,61	0,53	0,63	0,83

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

En la ilustración 3.1 es posible apreciar la evolución de la deuda financiera no bancaria, correspondiente a los negocios de *retail* y *real estate*. Observamos como el *ratio* de endeudamiento¹⁵ pasó de un 0,26 en 2018 a un 0,83 en 2023, donde la deuda financiera no bancaria alcanzó los 22.203 MUF (~USD 997 millones). Se observa que el alza de endeudamiento se debe a una disminución del patrimonio contable y un alza en los niveles de deuda financiera hasta al menos 2020, coincidente con los años de la crisis social y pandemia del Covid.

Ilustración 3.1: Evolución ratio de endeudamiento no bancario



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

¹⁴ Incluye los otros pasivos financieros y pasivos por arrendamiento corriente y no corriente

¹⁵ Ratio Endeudamiento = (Deuda financiera total (no bancaria) – Efectivo) / Patrimonio Contable

Es importante señalar que el 12 de abril de 2023 Ripley Corp. recibió el pago de la venta de nuevos desarrollos S.A., la cual ascendió a CLP 164.498 millones, o 4,6 millones de UF, la que destinó a fortalecer el balance de la compañía, pagar dividendos y continuar con el plan estratégico de la sociedad con flujos de inversión positivos por 90.989 MM\$¹⁶.

Para analizar los compromisos de corto plazo, el cuadro 13 indica los vencimientos de las series de bonos emitidas por Ripley Corp. y subsidiarias. Es posible observar que existen compromisos de corto plazo para banco Ripley por un monto nominal de UF 3 millones durante 2024.

Cuadro 13. Bonos Ripley Corp. Ripley Chile S.A. y Banco Ripley

Bonos	Fecha colocación	Monto (UF)	Tasa anual en % (UF)	Fecha vencimiento
Bonos Serie F (Ripley Corp.)	12-01-2017	2.000.000	2,8	15-10-2037
Bonos Serie J (Ripley Corp.)	30-11-2017	2.000.000	3,4	01-09-2038
Bonos Serie K (Ripley Corp.)	08-02-2021	2.000.000	3,3	15-06-2025
Bono Serie E (Ripley Chile S.A.)	25-06-2009	1.000.000	5,0	15-06-2030
Bono Serie Q (Banco Ripley)	20-07-2018	1.500.000	1,9	01-06-2023 (pagado)
Bono Serie W (Banco Ripley)	03-09-2020	1.500.000	0,5	15-09-2024
Bono Serie X (Banco Ripley)	31-03-2022	1.500.000	0,5	15-02-2024
Bono Serie AA (Banco Ripley)	17-05-2022	305.000	1,9	15-09-2025

Fuente: EEFF junio 2023

¹⁶ Análisis razonado junio 2023

3.2 Patrimonio económico

Respecto del patrimonio económico, en el cuadro 14 se observa que el número de acciones ha permanecido invariante en el tiempo y el precio de la acción ha presentado significativos cambios a partir de 2019, alcanzando su punto menor en 2022, sin poder llegar a niveles de 2018. Adicionalmente se observa que el patrimonio bursátil ha disminuido drásticamente en un 58% desde 2016 al 2023, llegando a MUF 8.381 (USD 376 millones).

Cuadro 14. Patrimonio económico de Ripley Corp.

En MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Jun. 23
Número de 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	1.936.052.298	1.936.052.298
Precio de la acción (CLP)	273,3	468,5	412,1	259,6	169,7	116,9	122,8	156,2
Total (MUF)	20.083	33.845	28.945	17.754	11.299	7.302	6.770	8.381

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

3.3 Valor económico

El valor económico de la compañía lo estimaremos sumando la deuda financiera (B) y el patrimonio bursátil de la compañía (P). Este refleja el valor económico total de la compañía a nivel de mercado. Es posible ver en el recuadro 15 que el valor del patrimonio económico bursátil se ve significativamente afectado entre los años 2019 y 2022, llegando a su punto más bajo el año 2022.

Cuadro 15. Valor económico de Ripley Corp.

En MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Jun. 23
Valor deuda financiera (B)	13.300	13.668	12.986	23.053	27.512	22.586	21.284	22.203
Patrimonio económico (P)	20.083	33.845	28.945	17.754	11.299	7.302	6.770	8.381
Valor económico (V)	33.383	47.513	41.931	40.807	38.811	29.887	28.054	30.583

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

3.4 Estructura de capital histórica y objetivo

Para definir la estructura de capital histórica, hemos considerado el promedio de los últimos 5 años (2018-2022), lo que nos entrega una relación Deuda-Patrimonio de 62%-38%. Dado que este periodo se ve impactado por la crisis social y la pandemia Covid, su estructura de capital no es una buena referencia para evaluar la estructura objetivo de largo plazo. Por ende, hemos considerado el promedio de los años 2016 a 2019, ampliando dos años la base, para tener una referencia de datos con menor volatilidad. De esta forma, observamos que el *ratio* Deuda-Patrimonio promedio baja a 39%-61% y es la estructura de capital objetivo que utilizaremos para descontar los flujos futuros.

Cuadro 16. Estructura de capital de Ripley

En %	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23	E.C. Histórica	E.C. Histórica	E.C. Objetivo
									Promedio	Promedio	Promedio
									2018-2022	2021-2023	2016-2019
B/V	0,40	0,29	0,31	0,56	0,71	0,76	0,76	0,73	0,62	0,75	0,39
P/V	0,60	0,71	0,69	0,44	0,29	0,24	0,24	0,27	0,38	0,25	0,61
B/P	0,66	0,40	0,45	1,30	2,43	3,09	3,14	2,65	1,63	2,95	0,64

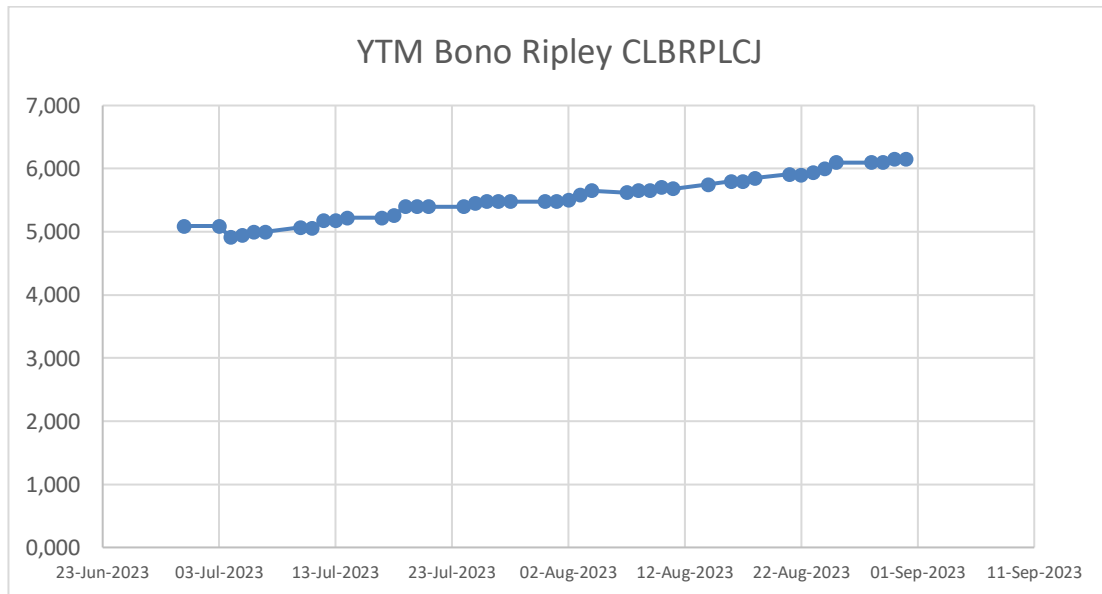
Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

4. Estimación del costo de capital de la empresa

4.1 Costo de la deuda

Para determinar el costo de la deuda de Ripley, buscaremos la tasa de mercado del bono emitido más cercano a la fecha de valoración junio 2023. El bono escogido Bono 2017 – Serie J, 2.000.000 en UF, tiene una fecha de vencimiento en 2038 y una tasa de emisión del 3,4%. Su nemotécnico es CLBRPLCJ y tiene un rendimiento al 30 de junio de 5,09%, que utilizaremos como k_b .

Ilustración 4.1: YTM Bono banco Ripley.



Fuente: *Elaboración propia en base a datos EIKON Ripley Corp.*

4.2 Beta de la deuda

Dado que la deuda de la empresa no es libre de riesgo, estimaremos el costo de la deuda utilizando la metodología de Rubinstein que utiliza el CAPM para ajustar por riesgo la deuda.

$$\beta_b = \frac{k_b - r_f}{[E(R_m) - r_f]}$$

De esta forma:

k_b : Costo de la deuda

r_f : Tasa libre de riesgo

$E(R_m) - r_f$: Premio por riesgo de mercado

Para la estimación de r_f utilizaremos un bono en UF del banco central a 20 años, para calzar con el horizonte de madurez del bono corporativo y comparar riesgo en el mismo horizonte de tiempo. Por tanto, se considerará la tasa BCU20 promedio entre el 1 de junio de 2023 y el 29 de junio, cuyo resultado es 1.92%. Respecto de $E(R_m) - r_f$ utilizaremos 6,76% anual (actualizado a junio 2023) para el mercado chileno, calculado mediante la estimación de Damodaran, la cual estima el premio por riesgo en base a CDS (*credit default swap*) mediante la siguiente fórmula:

$$PRM_{Chile} = PRM_{US} + DefaultSpread_{Chile} \text{ o } CDS_{Chile} * \frac{\sigma_{acciones}}{\sigma_{bono}}$$

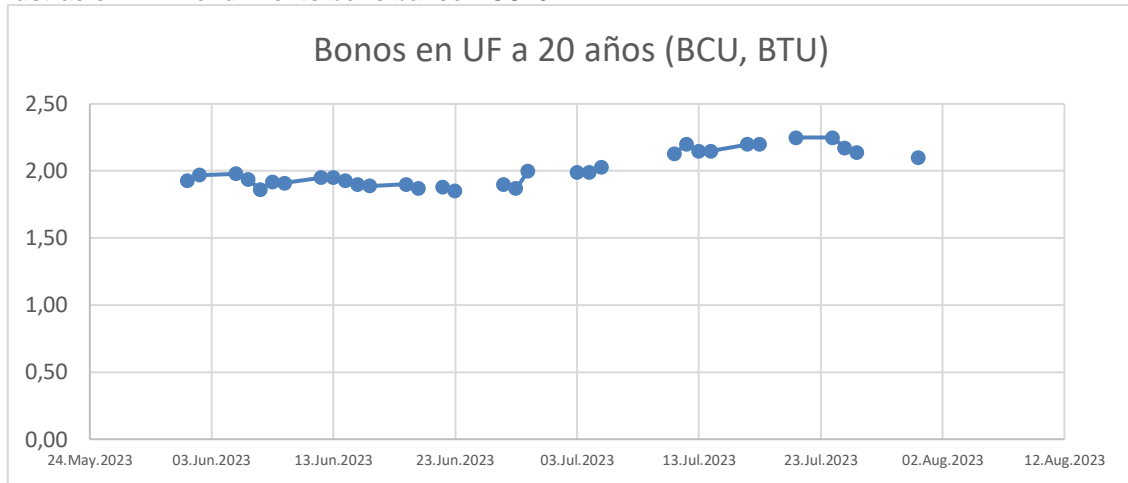
Para el PRM de USA se utilizó el promedio entre los valores estimados por Duff & Phelps 5,5% y KPMG 5,25%, es decir 5,38%. Para el Moody's rating A2 el Default spread de Chile es de 0,91% y el CDS (neto de USA) de 1,04%.

$$PRM_{Chile} = 5,38\% + 0,91\% * 1,42 = 6,66\% \text{ (Chile Moody's rating)}$$

$$PRM_{Chile} = 5,38\% + 1,04 * 1,42 = 6,86\% \text{ (Chile CDS)}$$

Asumiendo la relación de volatilidad (acciones/bonos) de 1,42 y promediando ambos valores obtenemos un 6,76% para Chile.

Ilustración 4.2: Rendimiento bono banco BCU20



Fuente: Elaboración propia en base a datos EIKON Ripley Corp.

4.3 Estimación del beta patrimonial

Para la estimación del beta patrimonial con deuda utilizaremos retornos semanales de la acción Ripley y los retornos semanales del indicador IGPA desde el 1 de julio de 2021 al 30 de junio de 2023. La periodicidad semanal de los retornos es requerida para evitar autocorrelación de errores de nivel I de los datos diarios para el mercado chileno. Es relevante destacar que el beta estimado por la regresión de mínimos cuadrados ordinarios beta está asociado a la estructura patrimonial durante el periodo de estimación.

Adicionalmente, resumimos los datos entregados por la regresión en la siguiente tabla:

Cuadro 17. Datos de la estimación del beta

Datos estimación beta	Jun-23
Beta de la acción	0,9978105
P-value	0,00
Nº observaciones	104
R ²	0,310712077
Presencia bursátil	100%

Fuente: Elaboración propia en base a datos semanales EIKON Ripley e IGPA

Por tanto, utilizando el índice IGPA y realizando el ajuste de Bloomberg¹⁷ al beta calculado por mínimos cuadrados ordinarios obtenemos:

$$\beta_{ajustado} = 0,33 + 0,67x\beta_{OLS}$$

$$\beta_{ajustado} = 0,33 + 0,67 x 0,9978105$$

$$\beta_{ajustado} = 0,998533$$

La presencia bursátil de la acción es de un 100% en el periodo de estimación del indicador. Por otro lado, el *P-Value* nos indica que el estimador *beta* es significativo al 0,00%.

El riesgo de negocio depende del grado de competencia del mercado, la elasticidad ingreso de la demanda y el *leverage* operativo.

Es importante destacar que, si bien Ripley Corp. tiene presencia en Chile y Perú, se consideró únicamente el riesgo sistemático de Chile, dado que la covarianza del *beta* es con el retorno del mercado Chileno, que es un mercado semiintegrado al mercado internacional (implica facilidades para el flujo de capitales en una región determinada). Por lo que de buscar empresas de referencia en Perú para las distintas filiales de Ripley Corp. se debe considerar empresas de estructura similar y un número definido que permitan obtener un *beta* referencial.

¹⁷ Bloomberg basado en hallazgo Blume (1975)

4.4 Beta patrimonial sin deuda

Dado que utilizamos una estimación de beta con deuda considerando un periodo específico de datos correspondiente a una estructura patrimonial específica del periodo, se procederá a desapalancar el beta y re-apalancarlo a la estructura de capital objetivo.

Para desapalancar el beta utilizaremos la fórmula de Rubinstein dado que la deuda de las empresas no son libres de riesgo (β_b). Para la tasa de impuesto se utiliza la tasa corporativa de Chile t_c ya que gran parte de la deuda está tomada por el holding en Chile, dada su condición de riesgo, por tanto, el ahorro tributario se genera en Chile.

$$\beta_p^{s/d} = \frac{\beta_p^{c/d} + (1 - t_c) * \frac{B}{P} * \beta_b}{\left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P}\right]}$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,63$$

Consideraremos una estructura de deuda promedio del horizonte de tiempo de tres años desde donde se tomaron datos para estimar el beta con deuda (2021, 2022 y 2023). Por tanto, la estructura Deuda-Patrimonio para el periodo es de 75%-25%.

4.5 Beta Patrimonial con estructura de capital objetivo

Considerando el escenario de pandemia COVID de los últimos años, consideraremos una estructura de deuda desde 2016 a 2019, dejando fuera 2020 y 2021, debido a su condición particular. Considerando estos datos nos resulta en una relación Deuda-Patrimonio objetivo de 39%-61%.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right] - \beta_b * (1 - t_c) * \frac{B}{P}$$
$$\beta_p^{c/d} = 0,71$$

Notamos que al apalancar nuevamente el *beta*, la empresa es más riesgosa respecto del sistema, sin embargo con un riesgo menor al de la estructura de capital inicial de los últimos 3 años, ya que la estructura objetivo considera un menor nivel de deuda.

4.6 Costo Patrimonial

Para estimar el costo de patrimonio, utilizaremos el modelo CAPM. Para la estimación del PRM, se considerará un premio por riesgo de mercado chileno de 6,76%, explicado en el punto 4.2. Como tasa libre de riesgo utilizaremos un bono del banco central en UF a 30 años (BCU30) que representa un riesgo dentro del horizonte de evaluación de los flujos del negocio. Para ello se considerará la tasa BCU30 promedio entre el 1 de junio de 2023 y el 29 de junio, cuyo resultado es 1,9%.

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM$$

4.7 Costo de capital promedio ponderado WACC

Para estimar el costo de capital promedio ponderado utilizaremos la tasa WACC con la estructura de deuda objetivo 39%-61% y considerando el costo de capital y el costo de deuda antes calculados.

$$WACC = k_p * \frac{P}{V} + k_b * (1 - t_c) * \frac{B}{V}$$

$$WACC = 5,56\%$$

5. Análisis del negocio

5.1 Análisis de crecimiento de la empresa

A nivel de crecimiento de negocio, el cuadro 18 presenta la evolución de los ingresos reales (UF) por las principales líneas de negocio de RIPLEY CORP: *retail*, banca y gestión inmobiliaria. Promediando los últimos 5 periodos (*full year*), se refleja un crecimiento real positivo para dos de sus tres sus líneas de negocio, destacando un aumento promedio de 2,8% para el segmento *retail* y 3,0% para el negocio inmobiliario. Por otro lado, se observa una disminución de un 3,5% para los ingresos de la banca. En particular, destaca el año 2020, que refleja el impacto significativo que tuvo la pandemia COVID-19 de forma transversal en todas las líneas de negocio de Ripley Corp., debido a las extensas cuarentenas y medidas de restricción que afectaron el periodo. En el año 2021 se observa un incremento de un 49,3% en los ingresos de *retail* debido al efecto de los retiros de los fondos de pensiones.

Cuadro 18. Evolución de ingresos reales Ripley Corp. por líneas de negocio

	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Jun-22	Jun-23	Promedio ¹⁸
Ripley Corp MUF	62.282	61.745	61.018	51.583	66.540	59.090	29.388	25.030	
Variación Ripley Corp		-0,9%	-1,2%	-15,5%	29,0%	-11,2%		-14,8%	0,1%
<i>Ingresos retail MUF</i>	44.971	44.375	43.107	37.598	56.122	45.738	22.845	18.075	
<i>Variación Ingresos retail</i>		-1,3%	-2,9%	-12,8%	49,3%	-18,5%		-20,9%	2,8%
<i>Ingresos banco MUF</i>	16.437	16.459	17.091	13.371	9.737	12.432	6.137	6.511	
<i>Variación Ingresos banco</i>		0,1%	3,8%	-21,8%	-27,2%	27,7%		6,1%	-3,5%
<i>Ingresos inmobiliarios MUF</i>	874	911	820	614	681	919	407	443	
<i>Variación Ingresos inmobiliarios</i>		4,3%	-10,0%	-25,1%	10,9%	35,0%		9,0%	3,0%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

En particular, en el año 2022 los ingresos reales consolidados de Ripley Corp. cayeron un 11,2% respecto del 2021, reflejando el impacto de la caída de la línea de negocio

¹⁸ Se considera el promedio desde los años (*full year*) 2018 a 2022.

retail en 18,5%, explicada por una menor demanda de las economías locales¹⁹, donde destacó negativamente una caída del 25,5% de los ingresos de retail en Chile y un aumento del 1,5% en Perú.

El cuadro 19 refleja la evolución de los ingresos presentada en el cuadro anterior desagregada por país. Es posible evidenciar la baja significativa en los ingresos inmobiliarios en Chile promediando un -30% desde 2018 al 2022, lo que lo llevó a bajar de 269 MUF en 2018 a 11MUF en 2022. Por otra parte, los ingresos inmobiliarios en Perú han presentado un crecimiento promedio de un 9,1%, pasando de 642MUF en 2018 a 909 MUF en 2022.

Cuadro 19. Evolución de ingresos por país en MUF

Crecimiento en el Volumen de Ventas (MUF)	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Jun-23
Chile	41.271	39.362	34.353	48.760	39.748	16.946
<i>Ingresos retail</i>	29.666	27.798	25.733	41.608	30.981	12.357
<i>Ingresos banco</i>	11.336	11.413	8.606	7.139	8.756	4.587
<i>Ingresos inmobiliarios</i>	269	151	13	0	11	2
Perú	20.624	21.813	17.349	17.955	19.493	8.141
<i>Ingresos retail</i>	14.858	15.466	11.984	14.688	14.908	5.775
<i>Ingresos banco</i>	5.123	5.678	4.765	2.598	3.676	1.925
<i>Ingresos inmobiliarios</i>	642	668	601	668	909	441
Total	61.895	61.175	51.702	66.714	59.241	25.087

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Cuadro 20. Evolución de ingresos (real) por país en porcentaje

Crecimiento en el Volumen de Ventas (%)	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Jun-23	Promedio
Chile	0,3%	-4,6%	-12,7%	41,9%	-18,5%	-16,7%	1,3%
<i>Ingresos retail</i>	-1,0%	-6,3%	-7,4%	61,7%	-25,5%	-22,5%	4,3%
<i>Ingresos banco</i>	3,6%	0,7%	-24,6%	-17,1%	22,7%	4,3%	-2,9%
<i>Ingresos inmobiliarios</i>	3,7%	-43,7%	-91,3%	-3,6%	-15,1%	-67,5%	-30,0%
Perú	-3,1%	5,8%	-20,5%	3,5%	8,6%	-10,7%	-1,1%
<i>Ingresos retail</i>	-2,0%	4,1%	-22,5%	22,6%	1,5%	-17,2%	0,7%
<i>Ingresos banco</i>	-6,8%	10,8%	-16,1%	-45,5%	41,5%	10,8%	-3,2%
<i>Ingresos inmobiliarios</i>	4,5%	4,1%	-10,1%	11,3%	35,9%	10,2%	9,1%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

¹⁹ Análisis razonado 2022

A nivel de Ripley Corp., el crecimiento promedio de los últimos años es de 0,1% real (UF), donde solo en el año 2021 logró superar los niveles de venta pandemia COVID-19, considerando los retiros de los fondos de pensiones y los recursos del IFE (ingreso familiar de emergencia) que se ven reflejados en el cuadro 15 para el cuarto trimestre de 2020 y 2021 respectivamente. Al margen de estas alzas, el crecimiento en *retail* tanto en Perú como en Chile es casi nulo, lo que resulta ser aún más relevante si se considera que el *retail* representó en promedio un 75% de las ventas entre 2018 y 2022.

Cuadro 21. Evolución de ingresos *retail* por país en MUF



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

5.2 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

En el cuadro 22 es posible hacer un análisis de los costos operacionales de la empresa. Entre los años 2018 y 2022 (*full year*) mantiene un promedio de costos sobre ventas de 66,71% y un margen bruto de 33,29%. Sin embargo, en el último periodo de 2023, si bien hay una baja en los costos de venta de 9,2%, se observa un aumento importante en el *ratio* de los costos sobre las ventas en el primer semestre, dada la menor cantidad de ventas, alcanzando un 73% y un margen bruto de sólo un 27%. Dado lo anterior, es posible inferir una mayor actividad comercial en el segmento *retail* para aumentar las ventas con mayores descuentos, lo que deriva en un deterioro de los márgenes de venta.

Por otra parte, entre los años 2018 y 2022 los costos de distribución promedian 0,34% y los gastos de administración y ventas alcanzan un promedio de 30,88%. Ambos indicadores muestran un deterioro en el primer semestre de 2023 respecto al año anterior: los costos de distribución aumentan a 0,4% y los gastos de administración y ventas alcanzan un 33%, lo que termina impactando el resultado operacional, llegando a un -6,1% respecto de las ventas.

Cuadro 22. Costos y gastos operacionales Ripley Corp. en MUF

Ripley Corp. MUF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Jun-22	Jun-23
Ingresos	61.745	61.018	51.583	66.540	59.090	29.388	25.030
Costo de Ventas	38.682	39.520	35.835	44.340	41.381	20.135	18.272
Costo de Ventas/Ingresos	63%	65%	69%	67%	70%	69%	73%
Ganancia Bruta	23.063	21.499	15.748	22.200	17.709	9.253	6.757
Margen Bruto	37%	35%	31%	33%	30%	31%	27%
Costo distribución	266	203	147	194	221	98	107
Costo distribución / Ingresos	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,3%	0,4%
Gasto de administración y otros	20.033	20.045	17.300	17.768	17.066	8.704	8.187
GAV/Ingresos	32%	33%	34%	27%	29%	30%	33%
Resultado Operacional	2.764	1.251	-1.700	4.238	422	452	-1.537
Resultado Operacional/Ingresos	4%	2%	-3%	6%	1%	2%	-6%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

5.3 Análisis del resultado no operacional de la empresa

Por el lado, entre los años 2018 y 2022 (*full year*) el resultado no operacional mantiene un promedio de un 0,03% sobre las ventas. Si bien en el primer semestre de 2023 se observa un costo de 1,2%, que está sobre el valor promedio, es de la misma magnitud que en el año 2022 y mayor al -1,8% reportado en 2021.

Cuadro 23. Costos y gastos no operacionales Ripley Corp.

Ripley Corp.	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Jun-22	Jun-23
Otras ganancias (pérdidas)	178	3.433	451	293	219	-251	86
Otras ganancias (pérdidas)/Ingresos	0,29%	5,63%	0,87%	0,44%	0,37%	-0,85%	0,34%
Ingresos Financieros	99	88	49	79	96	58	89
Ingresos Financieros/Ingresos	0,16%	0,14%	0,10%	0,12%	0,16%	0,20%	0,36%
Costos Financieros	772	1.307	1.435	1.381	1.253	629	571
Costos Financieros/Ingresos	1,25%	2,14%	2,78%	2,08%	2,12%	2,14%	2,28%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	1.008	1.000	160	226	644	548	121
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación /Ingresos	1,63%	1,64%	0,31%	0,34%	1,09%	1,87%	0,48%
Ganancias (pérdida) de cambio en moneda extranjera	-37	210	-260	-244	-36	40	81
Ganancias (pérdida) de cambio en moneda extranjera/Ingresos	-0,06%	0,34%	-0,51%	-0,37%	-0,06%	0,13%	0,32%
Resultados por unidades de reajuste	19	21	36	-158	-400	-125	-114
Resultados por unidades de reajuste/Ingresos	0,03%	0,03%	0,07%	-0,24%	-0,68%	-0,43%	-0,46%
Resultado No Operacional	495	3.445	-1.000	-1.186	-730	-360	-307
Resultado No Operacional/Ingresos	0,8%	5,6%	-1,9%	-1,8%	-1,2%	-1,2%	-1,2%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

5.4 Análisis de márgenes de la empresa

Tras el boom de los retiros de los fondos de pensiones y los apoyos como el IFE en 2021, donde Ripley Corp. alcanzó un EBITDA *peak* de 6.345 MUF, el escenario de Ripley giró drásticamente de forma negativa, reportando un EBITDA negativo en los primeros dos trimestres de 2023. Esto se reflejó en un impacto en el *ratio* deuda/EBITDA que alcanzó las 25,3 veces al segundo trimestre de 2023.

Ripley Corp. evidenció una caída significativa de sus resultados en los últimos 2 trimestres reportados de 2023, pasando de ganancias de 1.482 MUF a junio de 2022 a pérdidas por 524MUF en junio 2023.

Cuadro 24. Costos y gastos no operacionales Ripley Corp

MUF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Jun-22	Jun-23
Ingresos	61.745	61.018	51.583	66.540	59.090	29.388	25.030
Costos Operacionales	38.682	39.520	35.835	44.256	41.381	20.135	18.272
Margen Bruto o Utilidad Bruta	23.063	21.499	15.748	22.284	17.709	9.253	6.757
Gastos de administración y otros	20.299	20.248	17.447	17.962	17.287	8.801	8.294
Depreciación y amortización	1.514	2.350	2.316	2.107	1.997	1.030	1.013
EBITDA EEFF*	5.944	5.356	2.068	6.345	2.419	1.482	-524
EBITDA Calculado	4.278	3.600	616	6.345	2.419	1.482	-524

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

En el cuadro 25, entre los años 2018 y 2022 (*full year*) observamos un margen bruto promedio de 33,31%, muy cercano al 31,23% de los gastos de administración y venta. El margen EBITDA promedio entre 2018 y 2022 de 5,53% es en gran parte favorecido por el promedio de 3,47% de la depreciación y amortización en el mismo periodo.

Cuadro 25. Costos y gastos no operacionales Ripley Corp.

Ripley Corp.	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Jun-22	Jun-23
Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos Operacionales	63%	65%	69%	67%	70%	69%	73%
Margen Bruto o Utilidad Bruta	37%	35%	31%	33%	30%	31%	27%
Gastos de administración y otros	33%	33%	34%	27%	29%	30%	33%
Depreciación y amortización	2%	4%	4%	3%	3%	4%	4%
EBITDA EEFF*	10%	9%	4%	10%	4%	5%	-2%
EBITDA Calculado	7%	6%	1%	10%	4%	5%	-2%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

5.5 Análisis de los activos de la empresa

5.5.1. Activos operacionales y no operacionales

Para efectos de análisis del modelo, consideraremos una caja no operativa, por lo que sumaremos este valor al realizar el cálculo final de la valorización. Entre los activos operacionales más relevantes consideraremos: deudores de cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar, inventarios y activos por impuestos.

Cuadro 26. Clasificación de los activos de RIPLEY CORP

Análisis de activos de la empresa	Operacional	No Operacional	Observación
Totales activos, corrientes			
Efectivo y equivalentes y otros activos financieros		X	Caja no operativa se sumará en la valorización.
Otros activos financieros		X	
Otros activos no financieros	X		
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	X		
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas		X	
Inventarios	X		
Activos por impuestos	X		
Totales activos, no corrientes			
Otros activos financieros		X	
Otros activos no financieros	X		
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	X		
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación		X	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	X		
Plusvalía	X		
Propiedades, planta y equipo y de inversión	X		
Derechos de uso	X		
Propiedades de inversión	X		
Activos por impuestos diferidos	X		

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Cuadro 27. Clasificación de los activos de RIPLEY CORP

Análisis de activos de la empresa Tipos de Activos M\$	Al 31 de Junio 2023		
	Total Ripley Corp.	Operacional	No Operacional
Totales activos, corrientes	1.468.197.539		
Efectivo y equivalentes y otros activos financieros	295.689.582		X
Otros activos financieros	63.914.539		X
Otros activos no financieros	14.501.757	X	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	731.307.644	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	49.655		X
Inventarios	331.969.961	X	
Activos por impuestos	30.764.401	X	
Subtotal activos corrientes		1.108.543.763	359.653.776
Totales activos, no corrientes	2.080.198.754		
Otros activos financieros	148.762.240		X
Otros activos no financieros	10.156.907	X	
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	458.942.197	X	
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	127.109.443		X
Activos intangibles distintos de la plusvalía	93.669.537	X	
Plusvalía	24.620.849	X	
Propiedades, planta y equipo y de inversión	191.110.597	X	
Derechos de uso	329.215.363	X	
Propiedades de inversión	486.810.139	X	
Activos por impuestos diferidos	209.801.482	X	
Subtotal activos no corrientes		1.804.327.071	275.871.683
TOTALES ACTIVOS	3.548.396.293	2.912.870.834	635.525.459

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Entre los activos corrientes operacionales destacan: otros activos no financieros; deudores comerciales y otras cuentas por cobrar; inventarios y activos por impuestos. Por el lado de los activos no corrientes operacionales destacan: otros activos no financieros; cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas, ya que las notas a los estados financieros señalan que corresponden a deudores por operaciones de tarjetas de crédito, deudores por colocaciones de consumo, vivienda y comerciales; activos intangibles distintos de la plusvalía, relacionados al registro de las marcas o patentes de Ripley; propiedades, planta y equipo y de inversión; y activos por impuestos diferidos.

Descontando los activos no operacionales obtenemos un total de M\$ 635.525.459 o 17.610 MUF que debemos sumar al valor presente de los flujos de la compañía ya que corresponden a activos que no generan flujo operacional.

5.5.2. Capital de trabajo operativo neto

El cuadro 28 presenta el capital de trabajo operativo neto (CTON) de Ripley Corp. Tomando un promedio de los últimos 5 años, este capital promedia un 35% de los ingresos operativos entre los años 2018 y 2022.

Cuadro 28. Capital de trabajo operativo neto histórico de Ripley Corp. (en MUF)

Tipos de activos en MUF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic- 22
Activos operacionales					
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	28.610	29.390	20.918	21.456	22.215
Inventarios	10.532	9.850	9.089	11.301	10.502
Pasivos operacionales					
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	12.877	12.359	13.560	16.159	13.371
CTON	26.265	26.881	16.448	16.598	19.346
Ingresos operacionales	61.745	61.018	51.583	66.540	59.090
RCTON (en %)	43%	44%	32%	25%	33%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Al estimar la venta diaria (ingresos operacionales / 365) y calcular los días de cuentas por cobrar, días de inventario y días de cuentas por pagar, respecto de ésta, obtenemos el cuadro 29. Se observa que los días de inventario respecto de la venta diaria son en promedio de 62 días y el CTON promedia 129 días.

Cuadro 29. Capital de trabajo operativo neto histórico de Ripley Corp. (en días)

Tipos de activos	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic- 22
Venta diaria	169	167	141	182	162
Días de cuentas por cobrar	169	176	148	118	137
Días de inventario	62	59	64	62	65
Días de cuentas por pagar	76	74	96	89	83
Días de CTON	155	161	116	91	119

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

5.5.3. Inversiones

Respecto de las inversiones de Ripley Corp., es posible ver en el cuadro 30 que la cuenta de propiedad, planta y equipos (PPE) ha ido disminuyendo desde 2018 a 2022, por tanto, inferimos que no se han realizado nuevas inversiones de activos PPE. De igual forma, la partida de activos intangibles no presenta aumentos significativos en el tiempo. La depreciación promedio de los últimos años es de un 3,5%. No obstante, para 2024 se espera la apertura de los malls en Perú (Iquitos y San Juan de Lurigancho) que contribuirían con un EBITDA incremental de \$12.000 millones.

Cuadro 30. Inversiones históricas de RIPLEY CORP

En MUF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic- 22
Propiedad, planta y equipos	9.369	8.757	7.488	6.693	5.651
Compras de propiedad, planta y equipos	0	0	0	0	0
Activos intangibles	2.661	2.700	2.456	2.543	2.531
Compras de activos intangibles		39		87	
Total, inversiones	0	39	0	87	0
Ingresos operacionales	61.745	61.018	51.583	66.540	59.090
<i>Inversiones sobre los ingresos</i>		0,06%		0,13%	
Depreciación y amortización	1.514	2.350	2.316	2.107	1.997
<i>Dep. y amor. sobre inversiones</i>	2,5%	3,9%	4,5%	3,2%	3,4%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

5.6 Análisis de crecimiento de la industria

A nivel de industria, las perspectivas de alza o baja de tasas de interés de la reserva federal de Estados Unidos juegan un rol importante a la hora de estimar las perspectivas del sector de consumo. Se espera que en la medida que la reserva federal inicie el ciclo de baja de tasas, tenga un efecto dominó en las economías emergentes que ajustarán a la baja sus tasas de interés y esto permitirá reactivar la inversión y los sectores de consumo como el *retail*, banca y bienes raíces.

Por otro lado, en los próximos periodos se espera una mejora en los resultados del sector *retail*, no obstante, la situación actual de altos niveles de desempleo en Chile llevaría a una recuperación más lenta de lo estimado, aunque con el apoyo de menores presiones inflacionarias que se espera promuevan una reactivación del consumo²⁰. La apertura de los malls en Perú (Iquitos y San Juan de Lurigancho) se espera que contribuyan con un EBITDA incremental de \$12.000 millones para 2024. El promedio de estimaciones del mercado apunta a un EBITDA de \$111.205 para Ripley Corp. en 2024.

Para BCI corredores de bolsa, los ingresos de *retail* crecerán en un 7,1% respecto del año anterior, impulsados por una leve recuperación en el consumo esperada para el segundo semestre de 2023, y una favorable evolución del canal online. Respecto del EBITDA, se espera una expansión de 3% a/a, alcanzando un margen EBITDA de 18,4%²¹. En particular para Ripley, se espera una expansión de ingresos del negocio bancario en Chile de 23% a/a mientras que las ventas de *retail* presentarían un decrecimiento de 0,6% a/a y en Perú un aumento de 27,1% a/a. Con lo anterior se espera un margen EBITDA de 6,1%.

²⁰ Humphreys: [El Mercurio.com - Inversiones - la gran prueba crediticia que le espera a ripley](#)

²¹ bci.cl/equityresearch/sector-retail/products/ripley

6. Proyección del estado de resultados

6.1 Ingresos operacionales proyectados

Para proyectar los ingresos operacionales de 2023 (2do semestre) a 2028, se utilizará el método comparativo que consiste en tomar las proyecciones futuras de la industria para proyectar el comportamiento de los ingresos operacionales de Ripley Corp. en base a su comportamiento histórico relativo a éstas. Por ende, calcularemos la tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) desde 2018 a 2022 de las ventas de Ripley Corp., desagregadas por líneas de negocio *retail*, banco e ingresos inmobiliarios; y analizaremos su comportamiento relativo al CAGR de la industria durante el mismo periodo, para tomarlo como estimador del comportamiento futuro.

El cuadro 31 presenta la variación en los ingresos ordinarios de Ripley en UF y el CAGR histórico entre los años 2018 y 2022. Es posible observar que, tanto en Perú como en Chile, el CAGR consolidado es negativo, alcanzando un -0,7% para Chile y un -1,7% en Perú. Por otro lado, se observa que las ventas de *retail* en Chile, no obstante, la caída aguda del año 2022 presenta una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) de 0.7%, principalmente explicada por el crecimiento explosivo del 61,7% del año 2021, explicado principalmente por los retiros de fondos de pensiones en Chile durante ese año. Por otro lado, el negocio inmobiliario en Perú presenta una CAGR del 8,1%, lo que nos implicará proyectar un crecimiento importante de este segmento de negocio en las proyecciones de Ripley Corp.

Cuadro 31. Variación real de ingresos ordinarios RIPLEY CORP

Ingresos ordinarios	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR histórico
Chile	0,3%	-4,6%	-12,7%	41,9%	-18,5%	-0,7%
Ingresos <i>retail</i>	-1,0%	-6,3%	-7,4%	61,7%	-25,5%	0,7%
Ingresos banco	3,6%	0,7%	-24,6%	-17,1%	22,7%	-4,4%
Ingresos inmobiliarios	3,7%	-43,7%	-91,3%	-3,6%	-15,1%	-47,1%
Perú	-3,1%	5,8%	-20,5%	3,5%	8,6%	-1,7%
Ingresos <i>retail</i>	-2,0%	4,1%	-22,5%	22,6%	1,5%	-0,3%
Ingresos banco	-6,8%	10,8%	-16,1%	-45,5%	41,5%	-7,7%
Ingresos inmobiliarios	4,5%	4,1%	-10,1%	11,3%	35,9%	8,1%
Total	-0,86%	-1,16%	-15,49%	29,04%	-11,20%	-1,0%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

En el caso de los ingresos de *retail* se consideraron los datos de industria desagregados por país Chile y Perú y las ventas agregadas de *retail offline* y *retail ecommerce*. Los datos de *retail* excluyen ventas informales.

El cuadro 32 nos muestra los crecimientos históricos de la plataforma Euromonitor para la industria *retail*, banca y real estate. Al calcular el CAGR histórico y ajustarlo por inflación de cada país (cuadro 33), obtendremos el crecimiento CAGR real para los segmentos de negocio de Ripley Corp. desglosados entre Chile y Perú y en base al comportamiento relativo del CAGR de Ripley Corp. estimaremos su comportamiento futuro.

Cuadro 32. Crecimiento Industria nominal y CAGR ajustado por inflación segmentos Ripley Corp.

Ingresos ordinarios	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR histórico Nominal Ajustado por inflación
Chile						
Ingresos <i>retail</i>	2,3%	1,8%	-5,8%	22,8%	14,2%	1,0%
Ingresos banco	10,7%	5,8%	2,7%	9,0%	14,3%	2,7%
Ingresos inmobiliarios	3,9%	1,7%	1,2%	23,0%	10,9%	2,2%
Perú						
Ingresos <i>retail</i>	5,2%	4,3%	-0,6%	15,8%	6,5%	2,6%
Ingresos banco	10,1%	10,6%	-14,9%	18,6%	19,4%	4,4%
Ingresos inmobiliarios	8,4%	3,9%	-11,0%	24,1%	8,9%	2,8%

Fuente: Euromonitor

Cuadro 33. Variación IPC Chile y Perú

Ingresos ordinarios	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR histórico
Inflación Chile	2,86%	2,70%	2,69%	6,61%	13,29%	5,55%
Inflación Perú	1,32%	2,14%	1,83%	3,98%	7,87%	3,40%

Fuente: Elaboración propia en base a datos banco central Chile y banco central de reserva del Perú

Por otro lado, el cuadro 34 nos muestra las proyecciones de crecimiento de la plataforma Euromonitor desde el año 2023 hasta el año 2027 para los segmentos de negocio de Ripley Corp (*Retail – Retail in Chile Country Report -; Consumer lending -Consumer lending in Chile, 21 nov. 2023, Country Report-; y Contruction and Real State*). Con estos datos estimaremos el crecimiento futuro (CAGR) de cada línea de negocio de Ripley

Corp. basándonos en el comportamiento relativo entre el CAGR histórico de Ripley y los segmentos en los que opera.

Cuadro 34. Proyección crecimiento de Industria líneas de negocio de Ripley Corp. (Euromonitor)

Ingresos ordinarios	2023	2024	2025	2026	2027	CAGR proyectado
Chile						
Ingresos <i>retail</i>	10,4%	8,6%	7,7%	6,6%	5,9%	7,8%
Ingresos banco	5,77%	11,18%	9,95%	9,66%	9,36%	9,2%
Ingresos inmobiliarios	8,96%	5,28%	5,28%	4,79%	5,67%	6,0%
Perú						
Ingresos <i>retail</i>	8,24%	5,92%	5,17%	4,72%	4,51%	5,7%
Ingresos banco	13,30%	10,59%	7,57%	6,84%	6,51%	8,9%
Ingresos inmobiliarios	8,12%	5,82%	5,51%	5,23%	5,39%	6,0%

Fuente: Euromonitor

En el cuadro 35 es posible ver que Ripley Corp. tiene un desempeño inferior al crecimiento de la industria en 30 puntos base para el caso de Chile e igualmente inferior en 290 puntos base en el caso de Perú. Por tanto, cuando consideremos en nuestra proyección de crecimiento del mercado de *retail*, descontaremos este crecimiento para reflejar el comportamiento relativo de Ripley en la industria.

Cuadro 35. Diferencia CAGR Histórico Ripley Corp e Industria por país segmento retail

País	Línea de Negocio	En %	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR Histórico	Diferencia CAGR Histórico
Chile	Ingresos <i>retail</i>	Ripley	-1,0%	-6,3%	-7,4%	61,7%	-25,5%	0,7%	
		Industria	2,3%	1,8%	-5,8%	22,8%	14,2%	1,0%	-0,3%
Perú	Ingresos <i>retail</i>	Ripley	-2,0%	4,1%	-22,5%	22,6%	1,5%	-0,3%	
		Industria	5,2%	4,3%	-0,6%	15,8%	6,5%	2,6%	-2,9%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Euromonitor

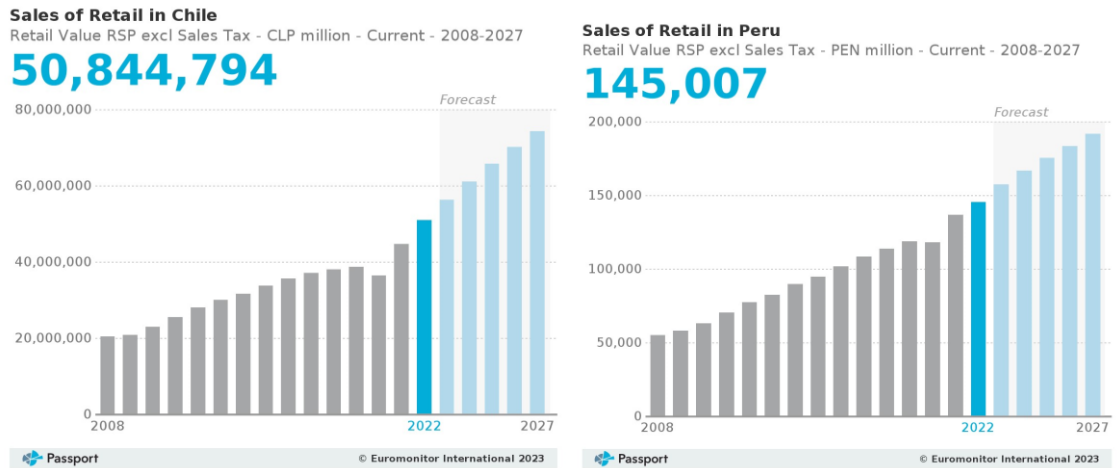
Cuadro 36. Variación de ingresos proyectados Ripley Corp segmento Retail respecto de la Industria

País	Línea de Negocio	En %	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Diferencia CAGR Histórico
Chile	Ingresos <i>retail</i>	Ripley	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	
		Industria	10,4%	8,6%	7,7%	6,6%	5,9%	7,8%	-0,3%
Perú	Ingresos <i>retail</i>	Ripley	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	
		Industria	8,2%	5,9%	5,2%	4,7%	4,5%	5,7%	-2,9%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Euromonitor

Como es posible ver en la ilustración 6.1, de acuerdo con las estimaciones de Euromonitor, se espera que del 2022 al 2028 las ventas de *retail* tengan un aumento significativo tanto en Chile como en Perú (CAGR de 7,8% y 5,7% respectivamente).

Ilustración 6.1: Proyección de Ventas de Retail en Chile y Perú



Fuente: Euromonitor

Respecto del negocio bancario, el nivel esperado de crecimiento de colocaciones del sistema bancario para 2023 es de 3,5%²². Hacia 2024 la misma entidad, BCI corredores de bolsa proyecta un crecimiento cercado al 6% a nivel consolidado para Chile. En línea con estas estimaciones, para efectos del modelo, consideramos los datos de Euromonitor para préstamos a consumidores que incluyen créditos, préstamos e hipotecas y que proyectan un crecimiento de 5,8% para la industria en Chile y un 13,3% para la industria en Perú en 2024.

En el cuadro 37 se observan los crecimientos históricos de las líneas de negocio de banco e inmobiliario para Chile y Perú y en el cuadro 38 se presentan las proyecciones para los años 2023 al 2028. Es posible observar que, si bien el negocio bancario en Chile a nivel industria crecerá a una tasa CAGR de 9,2%, se estima que Ripley Corp. crezca a

²² Visión sectorial Recomendaciones bursátiles 2024 BCI corredores de bolsa

una tasa CAGR del 2,1%, debido a su desempeño bajo la industria en un -7.1%. De igual manera, la banca de Ripley Corp. en Perú decrecerá a una tasa CAGR de -3.2%.

Cuadro 37. Diferencia CAGR Histórico Ripley Corp. e Industria por país Banco e Inmobiliario

País	Línea de Negocio	En %	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR Histórico	Diferencia CAGR Histórico
Chile	Ingresos banco	Ripley	3,6%	0,7%	-24,6%	-17,1%	22,7%	-4,4%	
		Industria	10,7%	5,8%	2,7%	9,0%	14,3%	2,7%	-7,1%
	Ingresos inmobiliarios	Ripley	3,7%	-43,7%	-91,3%	-3,6%	-15,1%	-47,1%	
		Industria	3,9%	1,7%	1,2%	23,0%	10,9%	2,2%	-49,3%
Perú	Ingresos banco	Ripley	-6,8%	10,8%	-16,1%	-45,5%	41,5%	-7,7%	
		Industria	10,1%	10,6%	-14,9%	18,6%	19,4%	4,4%	-12,2%
	Ingresos inmobiliarios	Ripley	4,5%	4,1%	-10,1%	11,3%	35,9%	8,1%	
		Industria	8,4%	3,9%	-11,0%	24,1%	8,9%	2,8%	5,3%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros y plataforma Euromonitor

Con respecto al negocio inmobiliario, para Chile se espera un crecimiento a nivel industria a una tasa CAGR del 6,0%, sin embargo, para Ripley Corp., dada la reciente venta de su participación en nuevos desarrollos, se estimará un crecimiento nulo en las ventas desde 2023 en adelante. Respecto del negocio inmobiliario en Perú, se espera un crecimiento de la industria a una tasa CAGR del 6% y un crecimiento de un 11.4% para la banca en Perú, dado su comportamiento relativo de mayor crecimiento respecto de la industria.

Cuadro 38. Variación de ingresos proyectados Ripley Corp. respecto de la Industria

País	Línea de Negocio	Tipo	2023	2024	2025	2026	2027	2028	CAGR
Chile	Ingresos retail	Ripley	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
		Industria	10,4%	8,6%	7,7%	6,6%	5,9%	7,8%	7,8%
	Ingresos banco	Ripley	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
		Industria	5,8%	11,2%	10,0%	9,7%	9,4%	9,2%	9,2%
	Ingresos inmobiliarios	Ripley	-43,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-9,0%
		Industria	9,0%	5,3%	5,3%	4,8%	5,7%	6,0%	6,0%
Perú	Ingresos retail	Ripley	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
		Industria	8,2%	5,9%	5,2%	4,7%	4,5%	5,7%	5,7%
	Ingresos banco	Ripley	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%
		Industria	13,3%	10,6%	7,6%	6,8%	6,5%	8,9%	8,9%
	Ingresos inmobiliarios	Ripley	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
		Industria	8,1%	5,8%	5,5%	5,2%	5,4%	6,0%	6,0%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros y plataforma Euromonitor

Dado que la valorización es a partir de Julio 2023, se tomará en consideración la estacionalidad histórica de las ventas para poder determinar una proyección de ventas del segundo semestre 2023 en función de los resultados del primer semestre.

Cuadro 39. Análisis de ventas trimestrales MUF

Trimestre	2018	2019	2020	2021	2022
1Q	13.519	13.804	12.317	12.130	13.033
2Q	15.769	15.676	7.232	14.700	14.661
3Q	14.056	14.201	12.974	17.842	13.386
4Q	18.401	17.337	19.061	21.868	18.010

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Cuadro 40. Análisis de ventas trimestrales en %

Trimestre	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
1Q	22%	23%	24%	18%	22%	21,2%
2Q	26%	26%	14%	22%	25%	24,5%
3Q	23%	23%	25%	27%	23%	23,9%
4Q	30%	28%	37%	33%	30%	30,4%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Por tanto, se utilizará la suma de 3Q y 4Q promedio para estimar que las ventas del segundo semestre de 2023 serán un 54,27% de las ventas anuales. Para los datos se decidió no considerar el año 2020 dado el impacto de las medidas tomadas por las restricciones en la pandemia.

6.2 Costos y gastos operacionales proyectados

Respecto de los costos y gastos operacionales proyectados, el cuadro 41 resume el detalle histórico del periodo 2018 y 2022, cuyo promedio del proporcional por año respecto de las ventas será utilizado como referencia para proyectar los costos futuros y gastos operacionales proyectados en función de los ingresos.

Cuadro 41. EERR histórico Ripley Corp. – Costos y Gastos operacionales en MUF

Estado de resultados histórico Ripley Corp. (MUF)	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos ordinarios	61.745	61.018	51.583	66.540	59.090
Costo de Ventas	38.682	39.520	35.835	44.340	41.381
Margen Bruto	23.063	21.499	15.748	22.200	17.709
Costos de distribución	266	203	147	194	221
Gasto de administración y otros	20.033	20.045	17.300	17.768	17.066
EBITDA	4.278	3.600	616	6.345	2.419
Gastos por depreciación y amortización	1.514	2.350	2.316	2.107	1.997
EBIT	2.764	1.251	-1.700	4.238	422

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Cuadro 42. EERR histórico Ripley Corp. – Costos y Gastos operacionales en %

Estado de resultados histórico Ripley Corp. (MUF)	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos ordinarios	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	63%	65%	69%	67%	70%
Margen Bruto	37,4%	35,2%	30,5%	33,4%	30,0%
Costos de distribución	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%
Gasto de administración y otros	32,4%	32,9%	33,5%	26,7%	28,9%
EBITDA	6,9%	5,9%	1,2%	9,5%	4,1%
Gastos por depreciación y amortización	2%	4%	4%	3%	3%
EBIT	4,5%	2,0%	-3,3%	6,4%	0,7%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Tomando como referencia los datos históricos entre 2018 y 2022 para costo de ventas, costos de distribución y administración y otros, se estimarán costos y gastos operacionales en función de la proporción histórica de éstos respecto de las ventas.

En base a este cálculo, proyectamos un costo de ventas de 71% el segundo semestre de 2023, que se estabiliza al promedio histórico entre los años 2018 y 2022 de 67% desde 2024 en adelante; como consecuencia, un margen bruto de 29% el segundo semestre de 2023 que posteriormente alcanza el promedio histórico de 33,3%. Por otro lado, los gastos de administración y otros que en 2023 llegan a 32,7%, en el segundo semestre de 2023 se ajustan al 30,9% y posteriormente proyectamos un promedio histórico entre 2018 y 2022 de 30,9%.

Cuadro 43. EERR histórico Ripley Corp. - Costos y Gastos operacionales en %

Estado de resultados histórico Ripley Corp. (%)	2023 2S	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos ordinarios	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	71%	67%	67%	67%	67%	67%
Margen Bruto	29,0%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Costos de distribución	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Gasto de administración y otros	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%
EBITDA	1,0%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Gastos por depreciación y amortización	3%	3%	3%	3%	3%	3%
EBIT	-2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Es relevante mencionar, que dado el margen EBIT promedio histórico de 2,1% sobre los ingresos, generan que el modelo sea altamente sensible a variaciones tanto en los márgenes de venta como en los costos administrativos de Ripley Corp.

6.3 Resultado no operacional proyectado

En el cuadro 44 se reflejan los costos y gastos no operacionales históricos desde 2018 a 2022. Entre las principales partidas se encuentran los costos financieros y otras ganancias.

Cuadro 44. EERR histórico Ripley Corp. – Costos y Gastos no operacionales

Estado de resultados histórico Ripley Corp. (%)	2018	2019	2020	2021	2022
Otras ganancias (pérdidas)	178	3.433	451	293	219
Ingresos Financieros	99	88	49	79	96
Costos Financieros	772	1.307	1.435	1.381	1.253
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	1.008	1.000	160	226	644
Ganancias (pérdida) de cambio en moneda extranjera	-37	210	-260	-244	-36
Resultados por unidades de reajuste	19	21	36	-158	-400

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Para la proyección de costos y gastos no operacionales se considerará el promedio de las partidas: otras ganancias por 0,3%, costos financieros promedio de 2% y participación en otras ganancias de 1%. Para estimar el proporcional de costos y gastos no operacionales se utilizaron todos los años disponibles.

Cuadro 45. EERR histórico Ripley Corp. – Costos y Gastos no operacionales en %

Estado de resultados proyectado	2023 2S	2024	2025	2026	2027	2028
Otras ganancias (pérdidas)	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Ingresos Financieros	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Costos Financieros	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Ganancias (pérdida) de cambio en moneda extranjera	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultados por unidades de reajuste	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Es importante destacar que para el resultado no operacional se utilizará simplemente el promedio histórico, dado que después de impuestos las partidas no operacionales se revierten, es decir, no tienen impacto en el flujo de caja.

6.4 Impuesto corporativo proyectado

Para el cálculo impositivo se consideró una base impositiva del 27% considerando además el convenio de doble tributación entre Chile y Perú firmado en 2004.

Cuadro 46. Gasto por impuesto corporativo Ripley Corp.

Estado de resultados proyectado	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ganancia (Pérdida) antes de impuesto	-2.654	901	944	990	1.040	1.040
Tasa Impositiva	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Gasto de Impuesto Corporativo	0	243	255	267	281	281

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Dado que la empresa también tiene operaciones en Perú, es oportuno indicar que se utilizará la tasa de impuesto de Chile dado que la tasa de impuesto aplicable al ahorro tributario para el costo de capital es el holding o matriz que toma la deuda (en Chile), por lo que el ahorro tributario es el 27%. Por otro lado, la tasa de impuesto efectiva requiere los balances proyectados de 8 columnas bajo los principios contables generalmente aceptados (entre ellos requiere información sobre el tratamiento de la depreciación, información limitada para los efectos del presente informe), por tanto, se trabajará con el supuesto de que todas las cuentas que están en el activo asociadas a impuestos van a ser tratados como activos operacionales; por lo que estos stocks y la tasa de impuestos del 27% nos lleva a la tasa efectiva.

6.5 Estado de resultados proyectado en miles de UF

El recuadro 47 muestra el desempeño de Ripley Corp. proyectado para los próximos años. Entre 2024 y 2028 presenta un EBITDA promedio de 3.296 MUF y EBIT de 1.283MUF, obteniendo un resultado de última línea promedio de 718 MUF.

Cuadro 47. Estado de resultados proyectado en miles de UF

Estado de resultados proyectado	2018	2019	2020	2021	2022	2023 1S	2023 2S	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos ordinarios	61.745	61.018	51.583	66.540	59.090	25.030	29.767	57.416	60.162	63.104	66.256	66.256
Costo de Ventas	38.682	39.520	35.835	44.340	41.381	18.272	21.135	38.303	40.134	42.097	44.200	44.200
Margen Bruto	23.063	21.499	15.748	22.200	17.709	6.757	8.633	19.114	20.028	21.007	22.056	22.056
Costos de distribución	266	203	147	194	221	107	106	205	215	226	237	237
Gasto de administración y otros	20.033	20.045	17.300	17.768	17.066	8.187	9.193	17.732	18.580	19.489	20.462	20.462
EBITDA	4.278	3.600	616	6.345	2.419	-524	289	3.021	3.165	3.320	3.486	3.486
Gastos por depreciación y amortización	1.514	2.350	2.316	2.107	1.997	1.013	956	1.845	1.933	2.027	2.128	2.128
EBIT	2.764	1.251	-1.700	4.238	422	-1.537	-667	1.176	1.232	1.293	1.357	1.357
Otras ganancias (pérdidas)	178	3.433	451	293	219	86	103	198	207	218	228	228
Ingresos Financieros	99	88	49	79	96	89	44	84	88	92	97	97
Costos Financieros	772	1.307	1.435	1.381	1.253	571	565	1.089	1.141	1.197	1.257	1.257
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	1.008	1.000	160	226	644	121	350	675	707	741	778	778
Ganancias (pérdida) de cambio en moneda extranjera	-37	210	-260	-244	-36	81	-11	-21	-22	-23	-24	-24
Resultados por unidades de reajuste	19	21	36	-158	-400	-114	-63	-122	-128	-134	-140	-140
Ganancia (Pérdida) antes de impuesto	3.259	4.695	-2.699	3.052	-307	-1.844	-810	901	944	990	1.040	1.040
Gasto de Impuesto Corporativo	880	1.268	-729	824	-83	-498	0	243	255	267	281	281
Resultado Neto	2.379	3.428	-1.971	2.228	-224	-1.346	-810	658	689	723	759	759

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Euromonitor

6.6 Estado de resultados proyectado porcentual

Al proyectar el estado de resultados de Ripley Corp. es determinante la correcta selección de supuestos respecto de las ventas, los costos de ventas y su impacto en los márgenes brutos del negocio. Observamos que desde 2018 al primer semestre de 2023, el margen bruto osciló desde el mínimo de 27%, durante el primer semestre de 2023, hasta el máximo registro de 37,4% durante el año 2018. Considerando los valores del margen bruto entre los años 2018 al 2021, el promedio alcanza el 33,3%, por tanto, tomaremos esta referencia para realizar una proyección al año 2028. No obstante, consideraremos una lenta recuperación de los márgenes del negocio, partiendo del 29% en 2023 hasta alcanzar un 33,3% desde 2024 en adelante, como es posible ver el cuadro 48. Este supuesto necesitará constante revisión en función del escenario macroeconómico.

Respecto de los costos de ventas, es importante destacar que, para el negocio de Ripley, el riesgo de abastecimiento es bajo²³ y no es distinto al del comercio detallista en general. Ripley cuenta con una amplia cadena de suministros en Chile y el mundo, disponiendo de agentes distribuidos en diferentes regiones geográficas que propician su acceso a las fuentes de abastecimiento. Por lo anterior, con costos diversificados, tomaremos una comparación de los costos del primer semestre 2023 y el primer semestre 2022, en el que la variación de éstos, en UF, alcanzó un -9%. Por tanto, dado el deterioro de los márgenes, y considerando la baja porcentual del 9% de los costos, es posible inferir que lo que impacta en mayor medida el margen, son las potenciales bajas de las ventas, debidas tanto a menor demanda, como a descuentos y liquidaciones de temporada, entre otros factores. Por ende, el margen es afectado por la baja los precios de venta, más que por un alza en los costos.

Respecto de los gastos de administración y ventas, es posible observar que se alcanzó un mínimo en 2021 llegando al 26,7%, no obstante, debido a la indexación de costos al CLP y la alta inflación anual de 2022 y 2023, los gastos de administración y ventas volvieron a aumentar a 28,9% y a 32,7% en 2022 y el primer semestre de 2023

²³ Memoria Ripley, Riesgos de cadena de suministro y estructura de mercado

respectivamente. Por lo anterior, se considerará que los gastos fijos bajarán paulatinamente a un 30,9% durante el segundo semestre de 2023, y desde el 2024 al 2028, dado los planes de eficiencia operacional y la reducción de inflación proyectada por el banco central²⁴, se proyectará un nivel promedio histórico entre 2018 y 2022 de 30,9% de gastos de administración y ventas.

A nivel de resultados operacionales, se observa un EBITDA positivo desde 2024 en adelante, promediando un 5,3% entre los años 2024 al 2028, comparado al promedio histórico de 5,5%. El resultado operacional EBIT en promedio es de 2,0%, con una última línea de resultado neto de 1,1% en promedio.

Cuadro 48. Estado de resultados proyectado porcentual

Estado de resultados proyectado	2018	2019	2020	2021	2022	2023 1S	2023 2S	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos ordinarios	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	63%	65%	69%	67%	70%	73%	71%	67%	67%	67%	67%	67%
Margen Bruto	37,4%	35,2%	30,5%	33,4%	30,0%	27,0%	29,0%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Costos de distribución	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Gasto de administración y otros	32,4%	32,9%	33,5%	26,7%	28,9%	32,7%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%
EBITDA	6,9%	5,9%	1,2%	9,5%	4,1%	-2%	1,0%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Gastos por depreciación y amortización	2%	4%	4%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
EBIT	4,5%	2,0%	-3,3%	6,4%	0,7%	-6,1%	-2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Otras ganancias (pérdidas)	0,3%	5,6%	0,9%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Ingresos Financieros	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,4%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Costos Financieros	1%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	2%	2%	0%	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Ganancias (pérdida) de cambio en moneda extranjera	-0,1%	0,3%	-0,5%	-0,4%	-0,1%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultados por unidades de reajuste	0,0%	0,0%	0,1%	-0,2%	-0,7%	-0,5%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Ganancia (Pérdida) antes de impuesto	5,3%	7,7%	-5,2%	4,6%	-0,5%	-7,4%	-2,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Gasto de Impuesto Corporativo	1,4%	2,1%	-1,4%	1,2%	-0,1%	-2,0%	0,0%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Resultado Neto	3,9%	5,6%	-3,8%	3,3%	-0,4%	-5,4%	-2,7%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Euromonitor

²⁴ <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/politica-monetaria/informe-de-politica-monetaria#:~:text=De%20acuerdo%20con%20este%20IPoM.pol%C3%ADtica%20monetaria%20de%20d os%20a%C3%B1os>.

7. Proyección de los flujos de caja libre

El cuadro 49 presenta el resumen de las partidas proyectadas para estimar el resultado operacional de Ripley Corp. a partir del segundo semestre de 2023 al 2028.

Cuadro 49. Estado de resultados proyectado

Estado de resultados proyectado	2018	2019	2020	2021	2022	2023 1S	2023 2S	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos ordinarios	61.745	61.018	51.583	66.540	59.090	25.030	29.767	29.767	57.416	60.162	63.104	66.256
Costo de Ventas	38.682	39.520	35.835	44.340	41.381	18.272	21.135	21.135	38.303	40.134	42.097	44.200
Margen Bruto	23.063	21.499	15.748	22.200	17.709	6.757	8.633	8.633	19.114	20.028	21.007	22.056
Costos de distribución	266	203	147	194	221	107	106	106	205	215	226	237
Gasto de administración y otros	20.033	20.045	17.300	17.768	17.066	8.187	9.193	9.193	17.732	18.580	19.489	20.462
EBITDA	4.278	3.600	616	6.345	2.419	-524	289	289	3.021	3.165	3.320	3.486
Gastos por depreciación y amortización	1.514	2.350	2.316	2.107	1.997	1.013	956	956	1.845	1.933	2.027	2.128
EBIT	2.764	1.251	-1.700	4.238	422	-1.537	-667	-667	1.176	1.232	1.293	1.357

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

7.1 Inversión en reposición

Dada la disminución neta anual en la partida de propiedades, planta y equipo (PPE) de los estados financieros de Ripley Corp., no consideraremos inversión de reposición de 2023 en adelante. No obstante, la compañía sí ha presentado flujos por nuevas inversiones en Perú: Mall Aventura de Iquitos y San Juan de Lurigancho, como a su vez la venta de la sociedad Nuevos Desarrollos.

Cuadro 50. Inversión de reposición

En MUF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic- 22	Jun-23
Propiedad, planta y equipos	9.369	8.757	7.488	6.693	5.651	5.295
Compras de propiedad, planta y equipos	0	0	0	0	0	0
Activos intangibles	2.661	2.700	2.456	2.543	2.531	2.595
Compras de activos intangibles		39		87		65
Total inversiones	0	39	0	87	0	65

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

7.2 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

El cuadro 51 muestra las principales cuentas de activo y pasivo operacional del balance de Ripley Corp. que están relacionadas al capital de trabajo: Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar; inventarios y cuentas comerciales y otras cuentas por pagar.

Para calcular una primera proyección del capital de trabajo operativo neto (CTON) consideraremos al activo corriente, y restaremos de éste el pasivo corriente. Al aplicar esta fórmula, obtenemos un promedio de 35% (RCTON) entre los años 2018 y 2022. Esto significa que los recursos financieros que la empresa necesita para continuar funcionando y realizar sus actividades son en promedio un 35% de los ingresos.

Cuadro 51. Inversión o liberación de capital de trabajo

En M\$	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic- 22	Jun-23
Activos operacionales:						
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	28.610	29.390	20.918	21.456	22.215	20.264
Inventarios	10.532	9.850	9.089	11.301	10.502	9.199
Pasivos operacionales:						
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	12.877	12.359	13.560	16.159	13.371	9.677
CTON	26.265	26.881	16.448	16.598	19.346	19.199
Ingresos operacionales	61.745	61.018	51.583	66.540	59.090	54.855
RCTON (en %)	43%	44%	32%	25%	33%	35%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Al considerar el promedio de RCTON como un 35% de las ventas del periodo anual, y tomar la proyección de ingresos de 2023 (año completo), obtenemos una variación de CTON del cuadro 52. Para estimar los flujos de valorización a partir del segundo semestre de 2023, utilizaremos el stock de capital de trabajo proyectado a diciembre de 2023 y restaremos el stock de capital de trabajo del balance a junio de 2023 (real).

Cuadro 52. CTON proyectado

Inversión de capital de trabajo operativo neto	Dec-22	Dec-23E	Dec-24	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-28
Ingresos	59.090	54.797	57.416	60.162	63.104	66.256	66.256
RCTON %	33%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
CTON	19.346	19.179	20.096	21.057	22.086	23.190	23.190
Variación CTON		-607	917	961	1.030	1.103	0

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

En base a la estimación de capital de trabajo anual 2023 (35% sobre las ventas), la variación de CTON esperada para todo el año era un flujo de: 19.179 MUF (CTON 2023) -19.346 MUF (CTON 2022) = -167MUF. Dado que nos interesa solo la variación de capital de trabajo desde junio 2023 a diciembre 2023, que será un flujo en nuestra valorización, tomaremos la proyección anual de capital de trabajo y restaremos el nivel de capital de trabajo en junio de 2023 (obtenido del estado de balance de los estados financieros). De esta forma, el nivel de CTON a junio de 2023, estimado desde el balance es de 19.786 MUF, por tanto, observamos que se encuentra por sobre nuestro nivel proyectado de CTON a nivel anual, por lo que estimamos una baja en el segundo semestre que significará un flujo positivo en nuestra valorización (liberación de capital de trabajo) de 19.179 MUF – 19.786MUF = -607 MF.

Utilizaremos un segundo cálculo análogo de con mayor nivel de detalle que el promedio histórico, estimando los días de cuentas por cobrar, días de inventario y días de cuentas por pagar, para estimar los días de CTON que serán considerados en la proyección.

Cuadro 53. Capital de trabajo operativo neto histórico de Ripley Corp. (en días)

Tipos de activos	Dec-22	Dec-23E	Dec-24	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-28
Venta diaria	162	150	157	165	173	182	182
Días de cuentas por cobrar	137	135	135	138	141	145	145
Días de inventario	65	61	61	61	61	61	61
Días de cuentas por pagar	83	75	75	78	80	82	82
Días de CTON	119	121	121	122	123	124	124
CTON día UF	19.346	18.166	19.069	20.109	21.228	22.430	22.430

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Para la estimación del recuadro 53 se consideró el supuesto que, los días de cuentas por cobrar y los días de inventario en 2024 se mantendrían en niveles similares a los de junio 2023, 135 y 61 días respectivamente, y que al 2028 los días de cuentas por cobrar alcanzarían paulatinamente los 145 días (promedio histórico 2019-2022), manteniendo el promedio de días de inventario en 61 días. Respecto de los días de cuentas por pagar, se espera poder alcanzar al 2028 nivel de 82 días, cercanos al promedio histórico (2019-2022) de 85 días, dada la necesidad de aumentar los flujos del periodo; ya que una baja en el CTON del segundo semestre permitiría mejorar los ratios de liquidez al liberar CTON y aumentar el flujo neto.

7.3 Valor terminal

Para la estimación de valor terminal se considerará el flujo libre de caja a partir del segundo periodo, junio 2023 en adelante. Utilizaremos el supuesto de que la inversión en reposición es igual a la depreciación y amortización, y que no existen nuevas inversiones a las ya indicadas expansiones previas en Perú para el sector inmobiliario.

Para ello utilizaremos la fórmula de valor terminal:

$$Valor\ terminal_{n-1} = \frac{F_{n-1} * (1 + g)}{(r - g)}$$

$$Valor\ terminal_{n-1} = \frac{F_n}{(r - g)}$$

De esta forma:

F_n: Flujo neto de caja en el último periodo

r: tasa de descuento o costo de capital (WACC)

g: tasa crecimiento prevista

Cuadro 54. Valor terminal

Valor terminal y flujos de caja libres proyectados	2S Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-28
EBIT después de impuestos	-667	859	900	944	991	991
+Depreciación y amortización	956	1.845	1.933	2.027	2.128	2.128
- Inversión en reposición	-956	-1.845	-1.933	-2.027	-2.128	-2.128
- Nuevas inversiones						
+/- Liberación/Inversión CTON	1.620	-903	-1.041	-1.119	-1.202	0
Flujos de caja libre	953	-45	-141	-175	-212	991
Valor terminal (WACC = 5,53%)					17.821	

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

Para la estimación de valor terminal, se utilizará un crecimiento perpetuo de 0% como escenario base, considerando el alto entorno competitivo de la industria, la irrupción de actores como *Amazon* y *Mercado libre*. Posteriormente se sensibilizará respecto del

crecimiento perpetuo. No se considerará nuevas inversiones, ni aumento en el capital de trabajo para el último año, dado el supuesto de perpetuidad sin crecimiento.

7.4 Flujos de caja libre proyectados

El recuadro 55 muestra los flujos de caja libre considerando el valor terminal calculado previamente.

Cuadro 55. Flujos de caja libre proyectados

Valor terminal y flujos de caja libres proyectados	2S Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-28
Flujos de caja libre	953	-45	-141	-175	-212	991
Valor terminal (WACC = 5,53%)					17.821	
FCL + Valor terminal	953	-45	-141	-175	17.609	

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

8. Precio de la acción estimado

8.1 Valor presente de los flujos de caja libre

El recuadro 56 muestra los flujos de caja libre proyectados antes de impuestos. El periodo de 2023 se ha descontado utilizando el *mid-year convention*, que sugiere que los flujos de caja son generados en la mitad del periodo, por lo tanto, dado que el primer flujo se recibirá a mitad del segundo semestre 2023, implica un periodo de descuento de un trimestre. Luego, para el flujo recibido a mitad de 2024, el periodo de descuento a junio de 2023 es de exactamente 1 año, y así sucesivamente hasta descontar el flujo de diciembre 2028 por un periodo de 5 años.

Cuadro 56. Flujos de caja libre proyectados

Valor terminal y flujos de caja libres proyectados	2S Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-28
FCL + Valor terminal	953	-45	-141	-175	17.609	
Periodo descuento <i>mid-year convention</i>	0.25	1	2	3	4	5
Valor presente FCL	940	-42	-126	-149	14.182	
Valor presente total	14.805					

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

8.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

El cálculo para de CTON evidencia que el capital de trabajo bajará, según nuestras estimaciones, el segundo semestre de 2023, por tanto, se generará un flujo de liberación de CTON que será considerado en la valorización para el segundo semestre 2023.

Cuadro 57. Exceso CTON

En MUF	
CTON real al 30 de junio de 2023 (EEFF)	19.786
CTON proyectado al 30 de junio de 2023	18.166
Exceso de CTON	1.620

Fuente: Elaboración propia

8.3 Activos prescindibles y otros activos

Entre los activos prescindibles estimados previamente, se encuentran presentados en cuadro 58. Estos activos se sumarán al valor contable a la valorización.

Cuadro 58. Clasificación de los activos de RIPLEY CORP

Análisis de activos de la empresa Tipos de Activos M\$	Al 31 de Junio 2023	
	Total Ripley Corp.	No Operacional
Totales activos, corrientes		
Efectivo y equivalentes y otros activos financieros	295.689.582	X
Otros activos financieros	63.914.539	X
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	49.655	X
Subtotal activos corrientes	-	359.653.776
Totales activos, no corrientes		
Otros activos financieros	148.762.240	X
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	127.109.443	X
Subtotal activos no corrientes		275.871.683
TOTALES ACTIVOS MCLP		635.525.459
TOTALES ACTIVOS MUF		17.610

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

8.4 Valorización económica de la empresa

El valor presente de los flujos futuros operacionales de Ripley Corp. basado en las proyecciones antes expuestas es de 14.805 MUF, lo que representa \$276 en valor de una acción. Por otro lado, Ripley Corp. tiene una deuda financiera de 22.203 MUF que representa \$414 respecto de una acción, y si descontamos la caja y otros activos prescindibles valorizados a valor contable, de \$328, obtenemos un valor estimado de la acción de \$190.4.

Cuadro 59. Precio de la acción estimado

Valorización económica de la empresa	31 de Junio 23
Valor presente FCL (MUF)	14.805
Exceso (déficit) CTON	0 ²⁵
Caja y otros activos prescindibles (MUF)	17.610
Valor total de los activos	
Deuda financiera corriente y no corriente (MUF)	22.203
Patrimonio económico (MUF)	10.212
Número de acciones	1.936.052.298
Precio de acción estimado en UF	0,000
Precio de acción estimado en CLP	190,4
Precio acción real en CLP	171
Diferencia de precios (en %)	11%

Fuente: *Elaboración propia en base a estados financieros*

El valor 190.4, representa un precio objetivo 11% mayor al precio de junio 2023 en la bolsa de comercio de Santiago. Para analizar el impacto que tiene la tasa WACC y el crecimiento o decrecimiento de las ventas de *retail* en Chile, se sensibilizarán ambas variables.

²⁵ Considerado en flujo, ver cuadro 52.

8.5 Análisis de sensibilidad

Observamos en el cuadro 60 que el precio de la acción, a una tasa WACC del 5.56%, varía desde 190.4 CLP considerando un crecimiento nulo en las ventas, hasta \$340,7 en caso de un crecimiento a perpetuidad del 2%, es decir, aproximadamente aumenta 30 pesos por cada 50 puntos base de aumento en la perpetuidad.

Cuadro 60. Análisis de Sensibilidad: Crecimiento perpetuo / WACC

190,4	3,56%	4,56%	5,56%	6,56%
0,00%	211,2	200,5	190,4	180,7
0,50%	239,7	228,0	216,8	206,1
1,00%	274,5	261,5	249,0	237,2
1,50%	317,9	303,2	289,2	275,9
2,00%	373,5	356,7	340,7	325,4

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros

9. Referencias

- Baeza, M. (n.d.). *Falabella crea nueva Gerencia Omnicanal y trae de regreso a Benoit de Grave, el extimonel de Linio* | *Diario Financiero*. Wwww.df.cl. Retrieved March 26, 2024, de <https://www.df.cl/empresas/retail/falabella-sigue-reestructurando-el-equipo-ejecutivo-y-crea-una-nueva>
- *Clasificaciones*. (n.d.). Humphreys. Retrieved March 26, 2024, from <https://www.humphreys.cl/clasificaciones/?empresa=/ripley-corp>
- Corp, R. (n.d.). *Memoria integrada 2022*. https://s201.q4cdn.com/897468021/files/doc_financials/2022/ar/Memoria-Ripley-Corp-14Abril-B.pdf
- *El Mercurio | Inversiones*. (n.d.). La gran prueba crediticia que les espera a Ripley, El Mercurio Inversiones. Retrieved March 26, 2024, de <https://www.elmercurio.com/inversiones/Registro/Login.aspx?urlBack=/Inversiones/Noticias/Analisis/2023/11/12/1031025/salud-financiera-ripley-a-prueba.aspx>
- *El Mercurio | Inversiones*. (n.d.). Las dudas del mercado en torno al reordenamiento digital de Falabella, El Mercurio Inversiones. Retrieved March 26, 2024, de <https://www.elmercurio.com/Inversiones/Noticias/Analisis/2023/10/03/1029653/dudas-mercado-reordenamiento-digital-falabella.aspx>

- ¿En qué consiste el coeficiente Beta? (n.d.). Ceupe. Retrieved April 17, 2024, de <https://www.ceupe.com/blog/en-que-consiste-el-coeficiente-beta.html#:~:text=Una%20beta%20desapalancada%20es%20una>
- Equity Research. (2023). Www.bci.cl. <https://www.bci.cl/equityresearch/sector-retail/products/ripley>
- Financiero, D., & Baeza, M. (n.d.). *Ripley sella su salida de sociedad con Mallplaza y vende su participación por más de US\$ 200 millones | Diario Financiero*. Www.df.cl. Retrieved March 26, 2024, from <https://www.df.cl/empresas/retail/ripley-sella-su-salida-de-sociedad-con-mallplaza-y-vende-su/>
- Fitch Ratings. (2024). *Rating Definitions*. Fitch Ratings. <https://www.fitchratings.com/products/rating-definitions>
- Fitchratings.com (2014). <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-affirms-ripley-corp-idrs-bb-outlook-stable-05-04-2022>
- *Informe de Política Monetaria*. (n.d.). Banco Central de Chile. Retrieved April 17, 2024, de <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/politica-monetaria/informe-de-politica-monetaria#:~:text=De%20acuerdo%20con%20este%20IPoM>
- MLCM. (n.d.). *Ripley Corp S.A. Feller Rate*. Retrieved March 26, 2024, from <https://www.feller-rate.com/clasificacion-cp/14537/16227/ripley-corp-sa>

- Moody's. (2007). *Rating scale and definitions*.
https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/AP075378_1_1408_KI.pdf
- *REPORTE DE RESULTADOS RIPLEY CORP CUARTO TRIMESTRE 2022*. (n.d.). Retrieved March 26, 2024, de https://s201.q4cdn.com/897468021/files/doc_financials/2022/q4/AR-Corp-4T22.pdf
- *REPORTE DE RESULTADOS RIPLEY CORP SEGUNDO TRIMESTRE 2023*. (n.d.). Retrieved April 17, 2024, de https://s201.q4cdn.com/897468021/files/doc_financials/2023/q2/AR-Corp-2T23-v9-1.pdf
- *RIPLEY Corp, R. (n.d.). Memoria integrada 2022*.
https://s201.q4cdn.com/897468021/files/doc_financials/2022/ar/Memoria-Ripley-Corp-14Abril-B.pdf
- *Standard & Poor's (S&P)*. (n.d.). Practical Law.
[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-382-3832?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-382-3832?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true)
- Tercera, L. (2016, February 19). *Ripley sale de Colombia tras el fracaso de su plan de inversión*. La Tercera. <https://www.latercera.com/diario-impreso/ripley-sale-de-colombia-tras-el-fracaso-de-su-plan-de-inversion/>