



VALORACIÓN DE RIPLEY CORP S.A.

Mediante Método de Flujos de Caja Descontado

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

Alumno: Francisco Riquelme Poblete
Profesor Guía: Mauricio Jara

Santiago, Enero 2017

Índice de contenidos

1) RESUMEN EJECUTIVO.....	6
2) METODOLOGÍA.....	8
2.1) MODELO DE DESCUENTO DE DIVIDENDOS.	8
2.2) MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS.....	9
2.3) MÉTODO DE MÚLTIPLOS.....	12
3) DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.	14
3.1) RIPLEY CORP S.A.....	14
3.2) COMPETIDORES.	17
3.2.1) S.A.C.I. FALABELLA	17
3.2.2) CENCOSUD S.A.	19
4) FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA VÍA BONOS.....	21
5) ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.	22
5.1) DEUDA FINANCIERA.	22
5.2) PATRIMONIO ECONÓMICO.	23
5.3) ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO.	24
6) ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y DEL COSTO DE CAPITAL.	25
6.1) TASAS IMPOSITIVAS.....	26
6.2) BETA DE LA ACCIÓN.....	26
6.3) COSTO DE LA DEUDA.	27
6.4) COSTO DE CAPITAL.	28
7) ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.	28
7.1) TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA.....	29
7.2) TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB.	30
7.3) TASAS DE CRECIMIENTO REALES.	31
7.4) TASAS DE CRECIMIENTO ESPERADAS.....	32
8) ANÁLISIS Y PROYECCIÓN DE LOS E.E.F.F.....	34
8.1) PROYECCIÓN DE INGRESOS POR SEGMENTO.....	34
8.2) PROYECCIÓN DE COSTOS DE VENTA.	35
8.3) PROYECCIÓN DE GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y COSTOS DE DISTRIBUCIÓN.....	36
8.4) PROYECCIÓN DE RESULTADOS NO OPERACIONALES.	37
9) PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE.....	38
9.1) PROYECCIÓN DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN.	38
9.2) INVERSIÓN EN REPOSICIÓN.	38
9.3) INVERSIÓN EN ACTIVO FÍSICO.	39

9.4) INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO.	40
9.5) ACTIVOS PRESCINDIBLES.	41
10) VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN.	41
10.1) FLUJO DE CAJA.	42
10.2) VALORACIÓN ECONÓMICA DEL PRECIO DE LA ACCIÓN.	43
11) CONCLUSIONES.	45
12) BIBLIOGRAFÍA.	46

Índice de tablas.

TABLA 3-1 ENTES REGULADORES SOBRE RIPLEY CORP S.A.	16
TABLA 3-2 ACCIONISTAS MAYORITARIOS RIPLEY CORP S.A.	16
TABLA 3-3 MARGEN EBITDA S.A.C.I. FALABELLA 2014.	17
TABLA 3-4 MARGEN EBITDA S.A.C.I. FALABELLA 2015.	18
TABLA 3-5 MARGEN EBITDA CENCOSUD S.A. 2014.	19
TABLA 3-6 MARGEN EBITDA CENCOSUD S.A. 2014.	20
TABLA 3-7 MARGEN EBITDA CENCOSUD S.A. 2014 POR PAÍS.	20
TABLA 3-8 MARGEN EBITDA CENCOSUD S.A. 2015 POR PAÍS.	20
TABLA 4-1 BONOS VIGENTES RIPLEY CORP S.A.	21
TABLA 5-1 NUMERO Y PRECIO DE LAS ACCIONES DE RIPLEY POR AÑO.	23
TABLA 5-2 EVOLUCIÓN ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO RIPLEY CORP S.A.	24
TABLA 5-3 RATIOS DE DEUDA.	25
TABLA 6-1 TASA IMPOSITIVAS PASADAS.	26
TABLA 6-2 BETA DE LA ACCIÓN.	27
TABLA 6-3 PARÁMETROS CALCULO WACC.	28
TABLA 7-1 TASAS DE CRECIMIENTO DE INGRESOS HISTÓRICAS.	32
TABLA 7-2 TASA DE CRECIMIENTO ESTIMADAS.	34
TABLA 8-1 PROYECCIÓN DE INGRESOS.	34
TABLA 8-2 PORCENTAJE COSTOS DE VENTA SOBRE INGRESOS.	35
TABLA 8-3 PORCENTAJE COSTOS DE VENTAS SOBRE INGRESOS HISTÓRICOS.	35
TABLA 8-4 NETEO DE INGRESOS CONTRA COSTOS DE VENTA, OFICINAS CENTRALES Y AJUSTES CONSOLIDACIÓN.	36
TABLA 8-5 PROYECCIÓN DE COSTOS DE VENTA.	36
TABLA 8-6 PROYECCIÓN GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y COSTOS DE DISTRIBUCIÓN.	37
TABLA 8-7 PROYECCIÓN RESULTADOS NO OPERACIONALES.	37
TABLA 9-1 PROYECCIÓN DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN.	38
TABLA 9-2 INVERSIÓN EN REPOSICIÓN COMO PORCENTAJE DE LA DEPRECIACIÓN.	39
TABLA 9-3 INVERSIÓN EN ACTIVO FÍSICO COMO PORCENTAJE SOBRE LAS VENTAS.	39
TABLA 9-4 INVERSIÓN EN ACTIVO FÍSICO PROYECTADA.	40
TABLA 9-5 CALCULO DE RCTON.	40
TABLA 9-6 PROYECCIÓN INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO.	41
TABLA 10-1 PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS.	42
TABLA 10-2 AJUSTES PARA LA OBTENCIÓN DE FLUJO DE CAJA BRUTO.	42
TABLA 10-3 FLUJO DE CAJA LIBRE.	43
TABLA 10-4 CALCULO VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS PROYECTADOS.	43
TABLA 10-5 CALCULO DEL PRECIO DE LA ACCIÓN.	43

Índice de Gráficos.

GRÁFICO 3-1 INGRESOS POR SEGMENTO RIPLEY CORP S.A.	15
GRÁFICO 5-1 EVOLUCIÓN DEUDA FINANCIERA RIPLEY CORP S.A.	22
GRÁFICO 5-2 EVOLUCIÓN PATRIMONIO ECONÓMICO RIPLEY CORO S.A.	24
GRÁFICO 7-1 ÍNDICES DE VENTAS COMERCIO REAL CHILE.	29
GRÁFICO 7-2 COLOCACIONES DE CRÉDITO COMERCIALES Y DE CONSUMO CHILE.....	30
GRÁFICO 7-3 EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO CHILE.	30
GRÁFICO 7-4 EVOLUCIÓN PRODUCTO INTERNO BRUTO PERÚ.	31
GRÁFICO 10-1 PRECIO BURSÁTIL ACCIÓN RIPLEY.	44

1) Resumen Ejecutivo.

Este trabajo tiene por finalidad la valoración de la empresa RIPLEY CORP S.A. al 30-06-2016 mediante el método de flujo de caja descontado, será utilizada para este propósito principalmente, la información de los estados financieros disponibles en la página web de la Superintendencia de Valores y Seguros, que comprende el periodo desde el año 2012 hasta el 30 de Junio del 2016, en conjunto a una serie de supuesto que serán detallados en el documento.

Se iniciará con la descripción de la empresa y sus competidores, lo que permitirá identificar los segmentos de negocio donde opera la empresa, las características de su mercado y la posición en relación a sus competidores. Las empresas seleccionadas como competidoras directas son S.A.C.I. FALABELLA y CENCOSUD S.A., estas operan en los mismos segmentos que la empresa en cuestión.

Posteriormente, será revisada la estructura de financiamiento actual de la empresa y se fijará una estructura objetivo, para a partir de esta en conjunto al beta de la acción ($\beta_p^{C/D}$), la tasa libre de riesgo, el costo de la deuda (k_b) y las tasas impositivas respectivas, estimar el costo de capital (k_0), que será utilizado como tasa de descuento de los flujos futuros proyectados.

El siguiente punto a tratar, serán las proyecciones de crecimiento por segmento de RIPLEY CORP S.A., considerando información del mercado y principalmente los datos históricos de los estados financieros de la empresa. Se identificarán los costos operacionales, se analizarán las cuentas no operacionales para determinar si alguna de este tiene el carácter de recurrente y los activos serán clasificados en operacionales y no operacionales. Con el anterior análisis efectuado será posible realizar la proyección de los ingresos, gastos y costos operacionales.

Ya casi en la etapa final de la valoración, se procederán a realizar los ajustes respectivos al flujo de caja, para luego estimar la inversión en reposición, la inversión en capital de

trabajo físico y el aumento o disminución de capital de trabajo neto, para con estos, proceder a calcular el valor de la acción considerando las proyecciones realizadas y la tasa de descuento previamente estimada.

Finalmente, se contrastarán el valor de la acción calculado versus el de mercado disponible al 30-06-2016 en la página web de la Bolsa de Santiago.

2) Metodología.

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

2.1) Modelo de descuento de dividendos.

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

2.2) Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo 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.

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al 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 Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un 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, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

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.

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

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 "WACC" (costo de capital promedio ponderado en 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.

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).

Al aplicar 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.

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.

2.3) Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos⁵:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)

⁵ Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en Retail)

3) Descripción de la Empresa e Industria.

En este apartado se describirán las principales características de RIPLEY CORP S.A. y de sus principales competidores, así como sus líneas de negocio y los países en que estas operan.

3.1) RIPLEY CORP S.A.

RIPLEY CORP S.A., cuyo RUT es 99.579.730-5, es un grupo que desarrolla sus operaciones principalmente en Chile y Perú, y hasta febrero del 2016 en Colombia, donde decidió cesar sus operaciones debido a los malos resultados obtenidos en este país, el nemotécnico de su acción, de acuerdo a la información disponible en la WEB de la Bolsa de Santiago es RIPLEY.

Las subsidiarias cerradas en Colombia corresponden a Ripley Colombia Inversiones S.A., Ripley Colombia Tiendas por Departamento S.A.S. y Ripley Colombia Servicios y Cobranzas S.A.S., sociedades dedicadas al negocio Retail financiero en Colombia, Ripley Compañía de Financiamiento S.A., dedicada al negocio financiero y Ripley Colombia Agencia de Seguros Limitada, dedicada a contratación de seguros.

Los principales segmentos de negocio de RIPLEY CORP S.A. son Retail, Bancario e inmobiliario. En el área del Retail, RIPLEY CORP S.A., ofrece una amplia variedad de productos en sus tiendas por departamentos, que incluyen, electrodomésticos, vestuario, menaje, etc. En el sector bancario, Ripley ofrece múltiples productos financieros, en el cual destaca principalmente el otorgamiento de crédito (emite su propia tarjeta de crédito que es utilizable en sus tiendas y en otras). Por último, en el sector inmobiliario, la empresa se dedica a invertir en centros comerciales, tanto en la construcción, administración y explotación de estos, a través de su participación en distintas sociedades. En siguiente grafico se observan los ingresos de RIPLEY CORP S.A. por segmento de negocio.

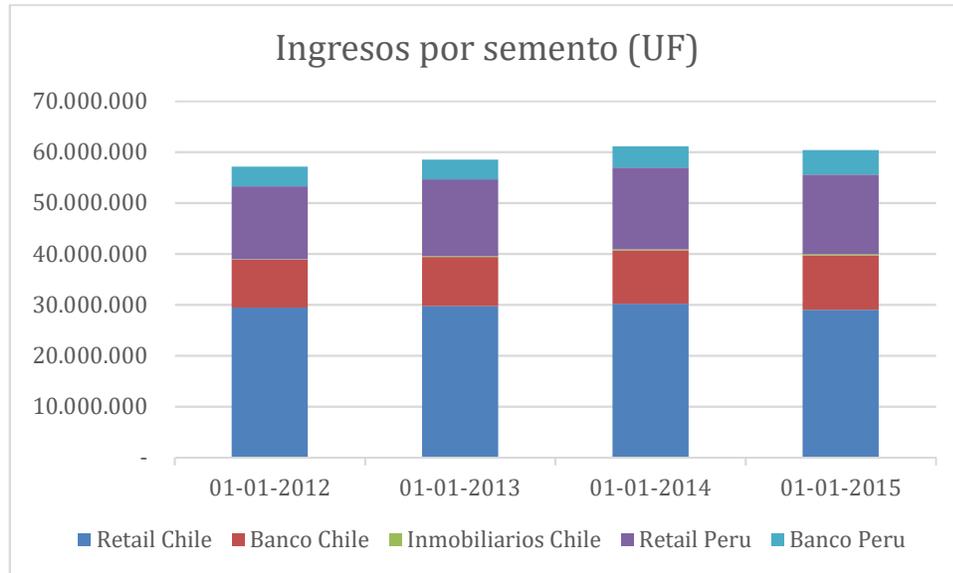


Gráfico 3-1 Ingresos por segmento RIPLEY CORP S.A.

Las principales filiales de RIPLEY CORP S.A. son las siguientes:

Ripley Chile S.A., Sociedad anónima cerrada, dedica a los negocios de tienda por departamentos (Retail), Retail financiero y negocio inmobiliario, se caracteriza por su amplia cobertura geográfica y por la gran variedad de productos ofrecidos en sus tiendas por departamentos. La rama de Retail financiero se dedica principalmente a apoyar las ventas a través de créditos en sus tiendas. Por el lado del negocio inmobiliario, su principal foco son los proyectos en centros comerciales.

Sus principales subsidiarias son Banco Ripley, Corredora de Seguros Ripley Ltda., Comercial Eccsa S.A., CAR S.A., Ripley Store Ltda. y otras sociedades inmobiliarias, comercializadoras y de crédito.

Ripley Internacional S.A., sociedad anónima encargada de las inversiones en Perú y Colombia, se dedica principalmente al negocio de las tiendas por departamentos, inversiones inmobiliarias y Retail financiero. Prácticamente el mismo modelo de negocios desarrollado por Ripley Chile S.A.

Las subsidiarias directas de Ripley Internacional S.A., son Inversiones Ripley Perú Limitada e Inversiones en Tiendas por Departamento Ltda. y sus principales subsidiarias indirectas son Tiendas por Departamento Ripley S.A., Banco Ripley Perú S.A., sociedades dedicadas al negocio del Retail y bancario en Perú, respectivamente y Tiendas por departamento Ripley Oriente S.A.C.

Los reguladores de las filiales o subsidiarias se muestran en el siguiente cuadro:

Filial	Regulador
RIPLEY CORP S.A.	Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)
RIPLEY CHILE S.A	Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)
BANCO RIPLEY (Chile)	Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF)
CAR S.A.	Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF)
RIPLEY PERU S.A.	Superintendencia de Banca, Seguros y AFP del PERU (SBS)

Tabla 3-1 Entes reguladores sobre RIPLEY CORP S.A.

En el siguiente recuadro se presentan los accionistas mayoritarios de RIPLEY CORP S.A.

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	% de propiedad (*)
INVERSIONES R MATRIZ LIMITADA	42,03%
COMUNIDAD INVERSIONES CK SA E INVERSIONES R SA	11,87%
INTERNATIONAL FUNDS LIMITADA	4,49%
INVERSIONES FAMILIARES SOCIEDAD COLECTIVA CIVIL	4,49%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	3,62%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	2,01%
EUROAMERICA C DE B S.A.	2,00%
AFP HABITAT S A PARA FDO PENSION C	2,00%
INVERSIONES R III LIMITADA	1,96%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	1,66%
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSION	1,59%
BCI C DE B S A	1,49%

Tabla 3-2 Accionistas mayoritarios RIPLEY CORP S.A.

3.2) Competidores.

3.2.1) S.A.C.I. FALABELLA

S.A.C.I. FALABELLA es una compañía de Retail con presencia en Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil y Uruguay, cuyas acciones son transadas en el mercado local en la Bolsa de Santiago.

Otra parte de su negocio consiste en ventas de productos para la construcción y el mejoramiento del hogar, así también alimentos a través de supermercados. Tiene participación en el sector inmobiliario, específicamente en lo relacionado a centros comerciales (construcción, arriendo, administración, etc.).

Cuenta con presencia en el negocio de los servicios financieros (como apoyo a su negocio principal, tarjetas de crédito, corredores de seguros y banco), y por último está involucrado en manufactura de textiles (Mavesa).

A continuación, se presentan los resultados por segmento para el año 2014 en millones de dólares.

Negocio	Ingresos	Margen EBITDA	EBITDA	% relativo
Argentina	773.8	7.10%	54.9398	4.30%
Banco Falabella Chile	386.1	21.30%	82.2393	6.44%
Brasil	281.7	0.10%	0.2817	0.02%
Colombia	721.6	10.80%	77.9328	6.10%
Mejoramiento del Hogar	2580.2	8.30%	214.1566	16.77%
Perú	2507.1	10.90%	273.2739	21.40%
Plaza S.A.	319	81.30%	259.347	20.31%
Promotora CMR17	455.5	40.80%	185.844	14.56%
Supermercados	858.1	3.90%	33.4659	2.62%
Tiendas Por Departamento	1831.2	5.20%	95.2224	7.46%

Tabla 3-3 Margen EBITDA S.A.C.I. FALABELLA 2014.

A continuación, se presentan los resultados para el año 2015 en millones de dólares:

Negocio	Ingresos	Margen EBITDA	EBITDA	% relativo
Argentina	965	7.10%	68.515	4.84%
Banco Falabella Chile	407.3	25.90%	105.4907	7.45%
Brasil	232.1	-5.40%	-12.5334	-0.88%
Colombia	676.7	9.00%	60.903	4.30%
Mejoramiento del Hogar	2778.5	7.80%	216.723	15.30%
Perú	3007.2	10.90%	327.7848	23.13%
Plaza S.A.	348.9	81.00%	282.609	19.95%
Promotora CMR17	502.7	39.80%	200.0746	14.12%
Supermercados	939.7	4.40%	41.3468	2.92%
Tiendas Por Departamento	1908.4	6.60%	125.9544	8.89%

Tabla 3-4 Margen EBITDA S.A.C.I. FALABELLA 2015.

3.2.2) CENCOSUD S.A.

Cencosud S.A. es una de las empresas dedicadas al Sector Retail más importantes de Latinoamérica, cuenta con presencia en Chile, Argentina, Brasil, Colombia y Perú, sus acciones son transadas en:

- Bolsa de Comercio de Santiago.
- Bolsa de Comercio de Valparaíso.
- Bolsa Electrónica de Chile.
- Bolsa de Nueva York (NYSE).

Dentro de sus segmentos de negocios se encuentran Supermercados, Hipermercados, tiendas para el mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales, desarrollo inmobiliario y servicios financieros. De forma complementaria a su negocio principal, opera en corretaje de seguros, servicios de fidelización y centros de entretención familiar. Adicionalmente, mantiene propiedades inmobiliarias como inversión para generar ingreso mediante arriendos o ganancias de capital debido a la plusvalía de estos inmuebles. Dentro de sus activos inmobiliarios se cuentan terrenos, edificios, centros comerciales en Chile, Argentina, Perú y Colombia y otros proyectos inmobiliarios que se encuentran en desarrollo.

A continuación, se presentan los resultados por segmento para el año 2014 en millones de pesos chilenos.

Segmento	INGRESOS (CLP MM)	EBITDA AJUSTADO	% relativo
Supermercados	8.159.237	424.108	57,51%
Centros Comerciales	214.850	166.761	22,61%
Mejoramiento del Hogar	1.225.616	119.148	16,16%
Tiendas por Departamento	991.442	21.854	2,96%
Servicios Financieros	319.505	117.430	15,92%
Otros	2.205	-111832	-15,16%
Consolidado	10.912.855	737.469	100,00%

Tabla 3-5 Margen EBITDA CENCOSUD S.A. 2014.

En el siguiente cuadro se presentan los resultados por segmento para el año 2015 en millones de pesos chilenos.

Segmento	INGRESOS	EBITDA AJUSTADO	% relativo
Supermercados	8.045.566	482.591	61,13%
Centros Comerciales	248.026	190.343	24,11%
Mejoramiento del Hogar	1.469.246	143.714	18,20%
Tiendas por Departamento	1.051.642	61.432	7,78%
Servicios Financieros	165.820	59.650	7,56%
Otros	11.039	-148.225	-18,77%
Consolidado	10.991.338	789.505	100,00%

Tabla 3-6 Margen EBITDA CENCOSUD S.A. 2014.

Siguiendo con la presentación de resultados, se muestran los márgenes por países en millones de pesos para el 2014.

País	INGRESOS	EBITDA AJUSTADO	% relativo
Chile	4.094.387	440.031	59,67%
Argentina	2.643.819	200.589	27,20%
Brasil	2.158.156	8.374	1,14%
Perú	937.004	52.647	7,14%
Colombia	1.079.489	35.827	4,86%
Consolidado	10.912.855	737.469	100,00%

Tabla 3-7 Margen EBITDA CENCOSUD S.A. 2014 por país.

Resultados para el año 2015 por país.

País	INGRESOS	EBITDA AJUSTADO	% relativo
Chile	4.135.882	381.720	48,35%
Argentina	3.260.877	278.468	35,27%
Brasil	1.682.600	18.231	2,31%
Perú	995.222	76.701	9,72%
Colombia	916.758	34.386	4,36%
Consolidado	10.991.338	789.505	100,00%

Tabla 3-8 Margen EBITDA CENCOSUD S.A. 2015 por país.

4) Financiamiento de la empresa vía bonos.

Al 30-06-2016 RIPLEY CORP S.A. mantenía cuatro bonos vigentes, uno emitido por 110 millones de soles y otros tres por un total de 4.863 millones de UF.

En el siguiente recuadro, se muestran las principales características de estas emisiones.

	<i>Observaciones</i>	<i>Observaciones</i>	<i>Observaciones</i>	<i>Observaciones</i>	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie Única	Serie E	Serie A	Serie E	Serie K
Nemotécnico	No encontrado	BRPLY – E	BRPL-A0414	BRPL-E0914	BRPL-K0315
Fecha de Emisión	07-08-2008	25-06-2009	05-06-2014	09-10-2014	17-08-2015
Valor Nominal (VN o D)	\$110.000.000	\$1.000.000	\$1.500.000	\$1.000.000	\$1.363.000
Moneda	Soles Peruanos	UF	UF	UF	UF
Tipo de Colocación	Extranjera	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	12-08-2017	25-06-2030	01-04-2019	01-09-2017	01-03-2020
Tipo de Bono	Bullet	Frances	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (ka)	8,563%	5%	0,0279000	2,45%	2,60%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de pagos (N)	18	42	10	6	12
Periodo de Gracia	0 años	10 años	0 años	0 años	0 años
Motivo de la Emisión	Inversión	Inversión	Inversión	Inversión	Inversión
Clasificación de Riesgo	Equilibrium: AAA Estable	Humphreys Ltda: AA- Feller Rate: A+	Feller-Rate: A Fitch Chile: A	Feller-Rate: A+ Fitch Chile: A+	
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	No encontrado	5,040%	2,7397%	2,4497%	2,3400%
Precio de venta el día de la emisión.	No encontrado	\$ 988.330	\$1.502.145	\$ 999.601	\$1.380.952
Valor de Mercado	No encontrado	TIR: 3,17%	TIR: 2,005%	TIR: 2,330%	TIR: 2,110%

Tabla 4-1 Bonos vigentes RIPLEY CORP S.A.

De la anterior tabla se aprecia que el bono BRPLY-E, es el que cuenta con el mayor plazo hasta su vencimiento, por lo que, para fines de estimación de la tasa de descuento aplicable a flujos futuros, se considerara como costo de la deuda 3.17%, este valor corresponde a la TIR de este bono al 30-06-2016.

5) Estimación de la estructura de capital de la empresa.

En este apartado se expondrá la estructura de capital de la empresa, esta considera la información de la deuda financiera y del patrimonio económico de RIPLEY CORP S.A., esta información permitirá, de acuerdo al comportamiento histórico, estimar una estructura de capital objetivo para la empresa.

5.1) Deuda financiera.

De acuerdo a lo registrado en los estados financieros de RIPLEY CORP S.A., a continuación, se presenta la deuda financiera y su evolución desde el año 2012 hasta junio del 2016.

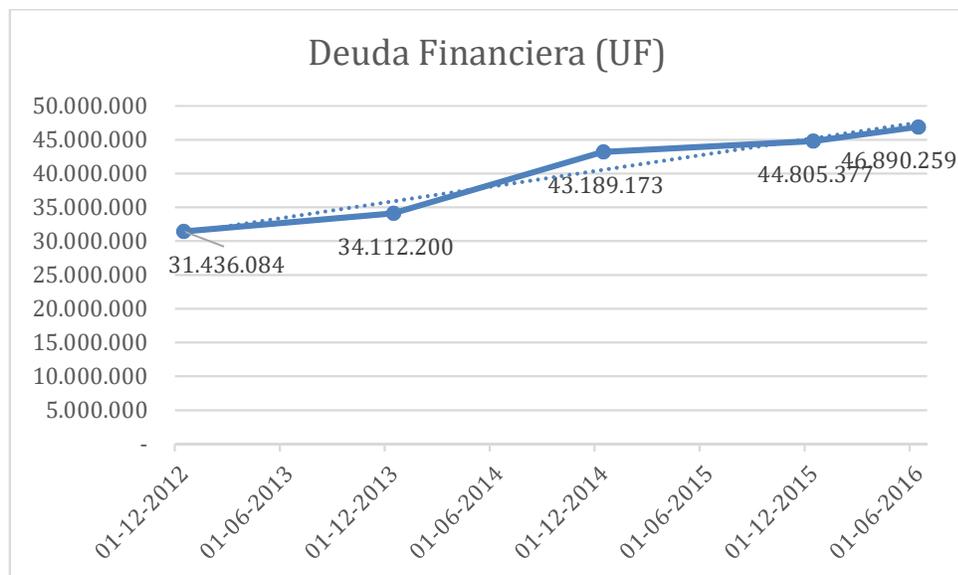


Gráfico 5-1 Evolución deuda financiera RIPLEY CORP S.A.

Se observa en el grafico anterior un fuerte incremento de la deuda entre los años 2012 y 2014, para posteriormente estabilizarse, por lo que, al momento de calcular la estructura de capital objetivo serán considerado los años 2014, 2015 y 2016.

5.2) Patrimonio económico.

El patrimonio económico, es resultado de la multiplicación entre el número de acciones y el valor de estas, el número de acciones y el precio de estas se muestra en el siguiente cuadro:

Fecha	Número de acciones	Precio
31-12-2012	1.936.052.298	456,55
31-12-2013	1.936.052.298	379,99
31-12-2014	1.936.052.298	294
31-12-2015	1.936.052.298	290,87
30-06-2016	1.936.052.298	328,97

Tabla 5-1 Numero y precio de las acciones de RIPLEY por año.

De acuerdo al número de acciones y el precio de estas en el siguiente grafico se observa la variación del patrimonio económico desde el año 2012 hasta el 30 de junio del 2016.

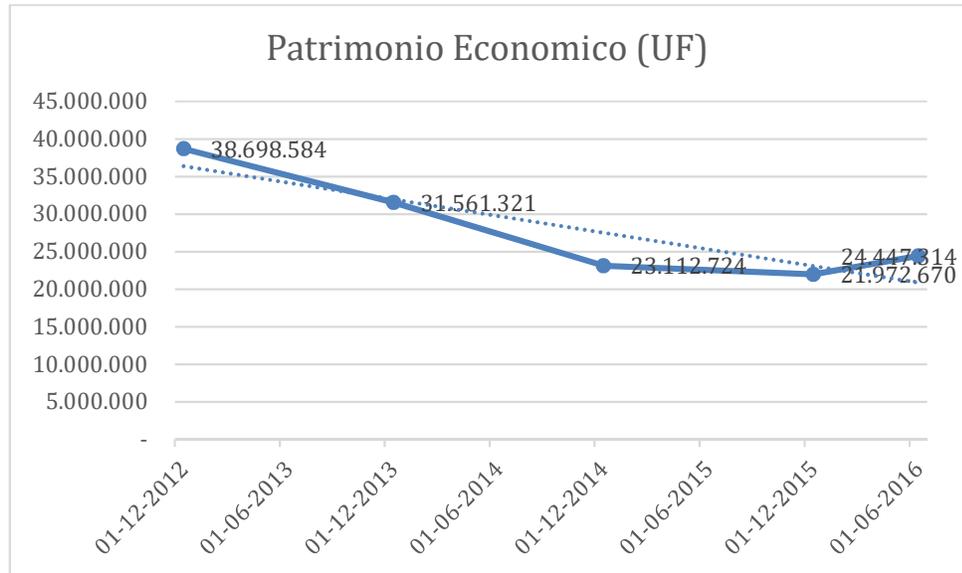


Gráfico 5-2 Evolución patrimonio económico RIPLEY CORO S.A.

Al igual que en el gráfico de la deuda financiera, en este grafico se observa una abrupta variación entre los años 2012 y 2014, para posteriormente estabilizarse.

5.3) Estructura de capital objetivo.

En concordancia con los datos expuestos anteriormente, a continuación se presenta la estructura de capital que se han presenta en RIPLEY CORR S.A. desde el 2012 a junio del 2016

	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	30-06-2016
B (UF)	31.436.084	34.112.200	43.189.173	44.805.377	46.890.259
P (UF)	38.698.584	31.561.321	23.112.724	21.972.670	24.447.314
V (UF)	70.134.667	65.673.521	66.301.897	66.778.046	71.337.572
B/V	0,45	0,52	0,65	0,67	0,66
P/V	0,55	0,48	0,35	0,33	0,34
B/P	0,81	1,08	1,87	2,04	1,92

Tabla 5-2 Evolución estructura de financiamiento RIPLEY CORP S.A.

El cuadro anterior muestra que los distintos ratios calculados, variaron considerablemente los años 2012 y 2013, pero que a contar del 2014 en adelante estos se estabilizaron, por lo que la estructura de capital que será utilizada para desapalancar el beta de la acción será el promedio entre los años 2014, 2015 y 2016, esta corresponde a la siguiente:

B/V promedio	0,66
P/V promedio	0,34
B/P promedio	1,94

Tabla 5-3 Ratios de deuda.

En vista de los datos anteriormente expuestos, se establecerá como supuesto, que la estructura de capital objetivo de la empresa (B/P) es 2, la que será utilizada para apalancar el beta de estructura de capital objetivo.

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

En este capítulo se desarrollará tanto la estimación del costo patrimonial como el costo de capital de la empresa, teniendo en consideración los valores antes calculados referentes a las estructuras de capital históricas y objetivos, además de la tasa del costo de la deuda.

6.1) Tasas impositivas.

En primer lugar, para efectos de calcular la tasa de costo de capital, se utilizarán dos tasas de impuestos diferentes, una para desapalancar el beta de la acción, que será el promedio ponderado de las tasas impositivas vigentes el segundo semestre del 2014, la tasa impositiva del año 2015 y la tasa impositiva del primer semestre del 2016, los parámetros utilizados para el cálculo se presentan a continuación.

Periodo	Ponderador	Tasa impositiva
2014	0,25	0,21
2015	0,50	0,225
2016	0,25	0,24

Tabla 6-1 Tasa impositivas pasadas.

El cálculo de la tasa impositiva para el desapalancamiento del beta de la acción, de acuerdo a los datos de la tabla, da como resultado 22,5%.

En cuanto a la tasa impositiva para el apalancamiento del beta de la acción, se considera la tasa impositiva de largo plazo esperada en Chile, esta asciende a una 27%.

6.2) Beta de la acción.

Para el cálculo del beta de la acción se consideraran los retornos semanales de la acción de RIPLEY CORP S.A., se tomara como mercado el IGPA, el periodo de tiempo a considera corresponde a 2 años.

En el siguiente cuadro se observan los betas calculados para diferentes periodos de tiempo.

	2012	2013	2014	2015	2016
Beta de la Acción	1,2439	1,3426	1,2496	1,3082	1,4514
p-value	0	0	0	0	0
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	98,89%	95,56%

Tabla 6-2 Beta de la acción.

A partir del cuadro anterior, podemos indicar que el beta de la acción a utilizar en esta valoración es de 1,4514. Este considera el periodo desde Junio del 2014 a Junio del 2016.

6.3) Costo de la deuda.

La tasa de costo de la deuda a utilizar, corresponde a la TIR del bono de con mayor plazo emitido por RIPLEY CORP al 30-06-2016, este bono corresponde al BRPLY – E, con vencimiento el 25-06-2030, cuya TIR el día 30-06-2016 (de acuerdo a la información obtenida desde la web <https://www.riskamerica.com/>) fue de 3.17%.

6.4) Costo de capital.

A continuación, se presentan los parámetros utilizados para el cálculo de la tasa de costo de capital.

Estructura de capital desapalancamiento (B/P)	1,94
Estructura de capital objetivo (B/P)	2,00
Tasa impositiva desapalancamiento	22,50%
Tasa impositiva apalancamiento	27,00%
Tasa libre de riesgo	1,92%
Premio por riesgo	8,17%
Costo de la Deuda	3,17%
Beta de la Deuda	0,1530
Beta patrimonial con deuda	1,4514
Beta Patrimonial sin deuda (desapalancamiento)	0,6716
Beta patrimonial con deuda (apalancamiento)	1,4287
Costo Patrimonial	13,59%
Costo de Capital (WACC)	6,07%

Tabla 6-3 Parámetros calculo WACC.

Considerando los parámetros y supuestos utilizados, el costo patrimonial estimado de la empresa asciende a 6,07%.

7) Análisis Operacional del Negocio e Industria.

En este apartado, se analizarán las tasas de crecimiento históricas, tanto de la empresa como del mercado y países donde esta ópera, con el fin de estimar una tasa de crecimiento para los distintos segmentos de negocio de RIPLEY CORP S.A.

7.1) Tasas de crecimiento de la industria.

En los siguientes gráficos se muestra el crecimiento anual tanto para el sector comercial como para el sector bancario chileno.

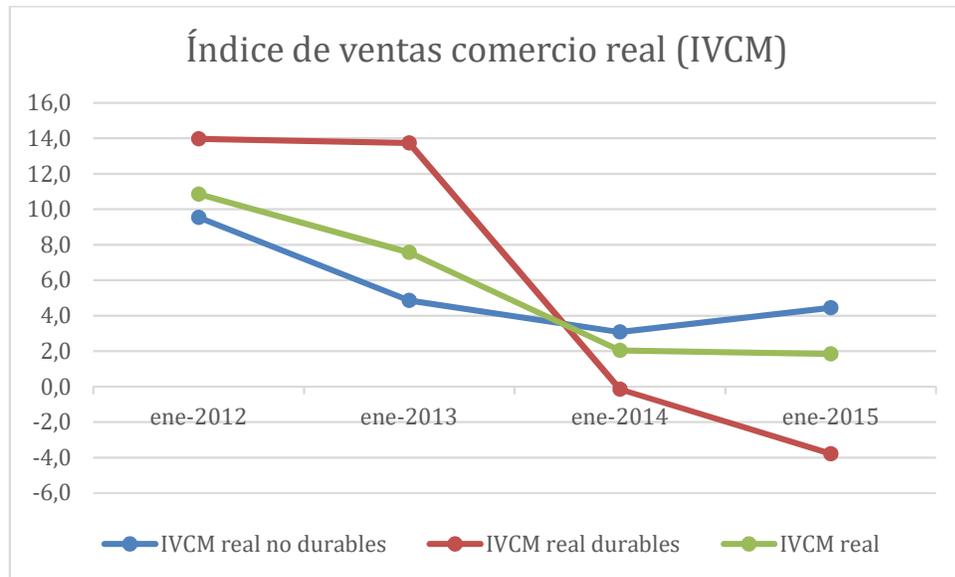


Gráfico 7-1 Índices de ventas comercio real Chile.

En el gráfico anterior se observa una tendencia a la baja en las ventas, sin embargo, a partir del 2013 el segmento no durable tiende a estabilizarse y mantener una tasa de crecimiento constante.

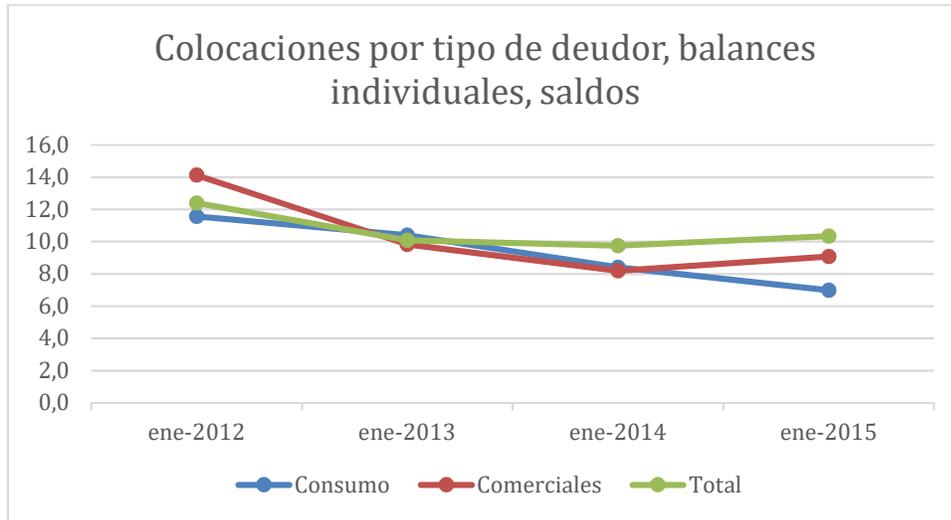


Gráfico 7-2 Colocaciones de crédito comerciales y de consumo Chile.

Por el lado del segmento bancario, al igual que el sector comercial, se observa una tendencia a la baja con una estabilización a partir del año 2013, con una tasa total entre colocaciones comerciales y de consumo constante a partir del 2013.

7.2) Tasa de crecimiento del PIB.

En el siguiente grafico se observa que existe una tendencia negativa en relación al crecimiento del PIB de Chile, que se estabiliza a partir del 2014.

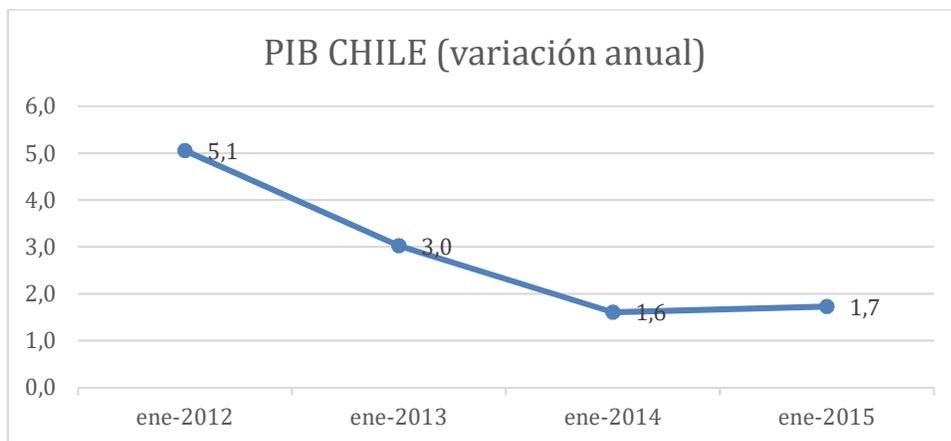


Gráfico 7-3 Evolución del producto interno bruto Chile.

Cabe hacer notar que la expectativa de crecimiento del PIB, de acuerdo al informe de política monetaria de junio del 2016, eran entre 1,2% y 2,0% para el 2016 y de 2,0% a 3,0% para el 2017, por lo que se considerara como estable el crecimiento del PIB para los próximos años.

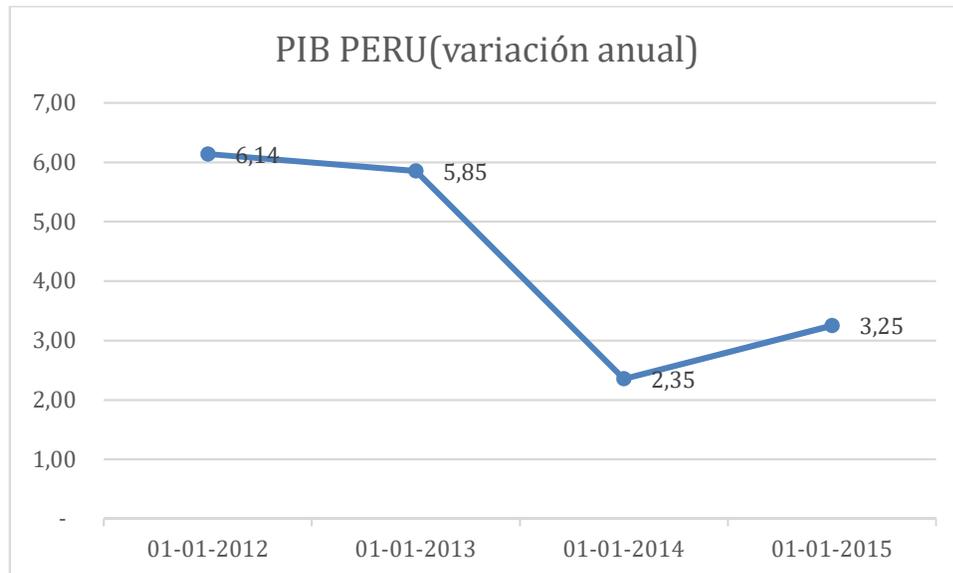


Gráfico 7-4 Evolución producto interno bruto Perú.

Cabe destacar que las proyecciones de crecimiento reales para Perú para los años 2016, 2017 y 2018 se mantienen en un rango del 4.0% al 4.6% reales de acuerdo al Banco Central de Reserva del Perú, estas proyecciones fueron informadas a junio del 2016. La baja principal en su crecimiento en comparación al pasado, se explica por el sector minero e inmobiliario.

Considerando que la baja en el crecimiento en el PIB no está explicada por el sector Retail y bancario, las tasas de crecimiento histórica de ventas deberían mantenerse.

7.3) Tasas de crecimiento reales.

Los segmentos a considerar en el cálculo de las tasas son Retail, Bancario e inmobiliario tanto para Chile como para Perú, cabe recordar que las operaciones en Colombia fueron cerradas en febrero del 2016, por lo que no serán consideradas en esta proyección.

<u>Ingresos de actividades ordinarias</u>	<u>2012- 2013</u>	<u>2013- 2014</u>	<u>2014- 2015</u>	<u>Promedi o</u>
Retail Chile	1,13%	1,44%	-3,81%	-0,42%
Banco Chile	1,81%	8,74%	1,85%	4,13%
Inmobiliarios Chile	221,20%	25,60%	6,64%	84,48%
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Chile	3,05%	-53,81%	69,59%	6,28%
Retail Perú	5,39%	6,51%	-2,49%	3,14%
Banco Perú	-1,80%	8,51%	14,74%	7,15%
Inmobiliarios Perú	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Perú	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Perú	13,72%	-16,94%	-3,07%	-2,10%

Tabla 7-1 Tasas de crecimiento de ingresos históricas.

7.4) Tasas de crecimiento esperadas.

De acuerdo a los antecedentes anteriormente expuestos, sumado a que la empresa no ha informado nuevos proyectos y considerando que las tasas de crecimiento de la industria y de la economía son constantes a partir del 2013 o desde en 2014 en algunos casos, sin mayores posibilidades de repunte entre los años 2016 y 2021, se estimara el crecimiento de los ingresos en base a las tasas históricas de RIPLEY CORP S.A., considerando los siguientes supuestos:

Tasa de crecimiento Retail Chile: no se observa un patrón definido en la historia analizada, por lo que, para fines de la estimación del crecimiento de este segmento, será considerado el promedio histórico a partir del año 2012. Cabe destacar que los periodos coinciden con el grafico de ICVM

Tasa de crecimiento Banco Chile: la tasa de crecimiento histórica, es positiva para todos los años, pero no constante, se considerará la tasa histórica promedio para fines de proyección.

Tasa de crecimiento Inmobiliarios Chile: Los datos muestra un crecimiento explosivo entre el 2012-2013, por lo que este dato será descartado y se considerará como crecimiento el promedio de los datos, excluyendo este periodo.

Tasa de crecimiento Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Chile: esta tasa de crecimiento muestra una alta volatilidad, por lo que se considerara el promedio de esta, teniendo presente que los montos inherentes a esta línea son despreciables en relación a los segmentos Retail y bancario.

Tasa de crecimiento Retail Perú: nuevamente no se observa patrón alguno en el crecimiento de este segmento, por lo que se considerara el promedio como tasa de crecimiento futuro.

Tasa de crecimiento Banco Perú: se observa una tendencia positiva para el crecimiento entre el 2013 y 2015, por lo que se considerara el promedio de estas 2 tasas como estimación del crecimiento futuro.

Tasa de crecimiento Inmobiliarios Perú: de acuerdo a los datos anteriormente no existen ingresos en este segmento, por lo que la tasa a considerar será de 0%.

Tasa de crecimiento Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Perú: de acuerdo a los datos anteriormente no existen ingresos en este segmento, por lo que la tasa a considerar será de 0%.

Tasa de crecimiento Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Perú: ingresos provenientes de esta línea, se netean con los costos de venta asociados a la misma, por lo que estas dos líneas serán proyectadas en 0.

De acuerdo a los supuestos anteriormente expuestos las tasas de crecimiento de ingresos a considerar para efectos de proyección de los flujos serán las siguientes:

<u>Ingresos de actividades ordinarias</u>	Promedio
Retail Chile	-0.42%
Banco Chile	4.13%
Inmobiliarios Chile	16.12%
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Chile	6.28%
Retail Peru	3.14%
Banco Peru	11.63%
Inmobiliarios Peru	0.00%
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Peru	0.00%
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación	0.00%

Tabla 7-2 Tasa de crecimiento estimadas.

8) **Análisis y proyección de los E.E.F.F.**

En este apartado se efectuará el análisis y proyección de los E.E.F.F. con la finalidad de obtener la ganancia o pérdida proyectada, para que este sirva como “in put”, para el flujo de caja libre del siguiente capítulo.

8.1) **Proyección de ingresos por segmento.**

De acuerdo a las tasas de crecimiento anteriormente expuestas, a continuación, se presentan los ingresos proyectados en UF.

	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021
<u>Ingresos de actividades ordinarias</u>	<u>61.707.933</u>	<u>63.217.109</u>	<u>64.841.366</u>	<u>66.591.625</u>	<u>68.480.034</u>	<u>70.520.115</u>
Retail Chile	28,922,431	28,802,338	28,682,744	28,563,646	28,445,043	28,326,932
Banco Chile	11,132,680	11,592,920	12,072,187	12,571,268	13,090,981	13,632,179
Inmobiliarios Chile	297,582	345,548	401,245	465,919	541,018	628,222
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Chile	-120,114	-127,654	-135,667	-144,183	-153,234	-162,853
Retail Peru	16,119,396	16,625,166	17,146,805	17,684,811	18,239,699	18,811,996
Banco Peru	5,355,958	5,978,791	6,674,052	7,450,164	8,316,527	9,283,639
Inmobiliarios Peru	-	-	-	-	-	-
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Peru	-	-	-	-	-	-
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación	-	-	-	-	-	-

Tabla 8-1 Proyección de ingresos.

8.2) Proyección de costos de venta.

A continuación, se presentan los costos de venta por segmento como porcentaje de los ingresos por segmento.

Costos de Venta	promedio
Retail Chile	71.62%
Banco Chile	33.07%
Inmobiliarios Chile	0.43%
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Chile	-24.90%
Retail Peru	74.08%
Banco Peru	28.25%
Inmobiliarios Peru	0.00%
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Peru	0.24%
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación	0.00%

Tabla 8-2 Porcentaje costos de venta sobre ingresos.

Los valores anteriormente presentados, son el promedio de los costos divididos por los ingresos de cada uno de los segmentos. Estos ratios se presentaron estables para los segmentos relevantes como se muestra en el siguiente cuadro.

Costos de Venta	31-12-2015	31-12-2014	31-12-2013	31-12-2012
Retail Chile	71.35%	71.72%	70.81%	72.61%
Banco Chile	37.88%	30.59%	30.12%	33.70%
Retail Perú	73.17%	73.90%	73.56%	75.69%
Banco Perú	28.65%	29.57%	26.47%	28.30%

Tabla 8-3 Porcentaje costos de ventas sobre ingresos históricos.

Se efectuaron dos ajustes sobre los costos, para la línea “Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Perú”, el porcentaje sobre los ingresos se realizó considerando como ingresos la suma de las líneas “Retail Perú” y “Banco Perú” y para la línea de costo “Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación” se proyectó en 0 al netearse con la línea

de ingresos “Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación”, tomando en consideración la siguiente información.

	30-06- 2016	31-12- 2015	31-12- 2014	31-12- 2013	31-12- 2012
Ingresos: Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación	- 71,365	- 155,576	- 160,505	- 193,241	- 169,926
Costos: Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación	- 71,365	- 155,576	- 160,505	- 155,894	- 142,702

Tabla 8-4 Neteo de ingresos contra costos de venta, oficinas centrales y Ajustes Consolidación.

En consideración a lo anteriormente mencionado, la proyección de costos en UF es la siguiente.

Costos de Venta	37,934,648	38,556,287	39,217,157	39,920,299	40,669,057	41,467,112
Retail Chile	20,715,188	20,629,173	20,543,516	20,458,214	20,373,267	20,288,672
Banco Chile	3,681,906	3,834,121	3,992,628	4,157,689	4,329,574	4,508,564
Inmobiliarios Chile	1,281	1,487	1,727	2,006	2,329	2,704
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Chile	29,906	31,783	33,778	35,898	38,152	40,547
Retail Perú	11,941,400	12,316,080	12,702,515	13,101,075	13,512,141	13,936,104
Banco Perú	1,513,013	1,688,958	1,885,363	2,104,608	2,349,349	2,622,549
Inmobiliarios Perú	-	-	-	-	-	-
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Perú	51,955	54,685	57,629	60,809	64,247	67,971
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación	-	-	-	-	-	-

Tabla 8-5 Proyección de costos de venta.

8.3) Proyección de gastos de administración y costos de distribución.

Estos ítems se calcularon siguiendo la misma metodología que a la proyección de los costos de venta, con la diferencia que la línea “Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación” se proyectó constante, de acuerdo al promedio de los resultados de los años anteriores.

De acuerdo a las consideraciones antes mencionadas la proyección de los gastos de administración y costos de distribución es la siguiente:

Gastos de administración + Costos de distribución	20,654,176	21,372,603	22,149,686	22,991,243	23,903,748	24,894,412
Retail Chile	7,401,653	7,370,919	7,340,314	7,309,835	7,279,483	7,249,257
Banco Chile	5,671,197	5,905,651	6,149,799	6,404,040	6,668,792	6,944,488
Inmobiliarios Chile	142,606	165,592	192,283	223,276	259,265	301,054
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Chile	470,528	500,064	531,455	564,816	600,272	637,953
Retail Peru	3,943,857	4,067,601	4,195,229	4,326,860	4,462,622	4,602,643
Banco Peru	2,918,827	3,258,251	3,637,146	4,060,102	4,532,243	5,059,288
Inmobiliarios Peru	-	-	-	-	-	-
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Peru	-18,750	-19,735	-20,797	-21,945	-23,186	-24,530
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación	124,258	124,258	124,258	124,258	124,258	124,258

Tabla 8-6 Proyección gastos de administración y costos de distribución.

8.4) Proyección de Resultados no Operacionales.

Para la proyección de los resultados no operacionales, se determinó que no eran recurrentes por lo que se consideraran valores promedios de estos descartando los valores extremos, los valores constantes a considerar son los siguientes:

Otras ganancias (pérdidas)	-260,408
Ingresos financieros	126,731
Costos financieros	-747,896
Participación en las ganancias (pérdidas)	569,843
Diferencias de cambio	-33,401
Resultados por unidades de reajuste	25,439

Tabla 8-7 Proyección resultados no operacionales.

La ganancia o pérdida será presentada en el próximo capítulo en conjunto al flujo de caja libre.

9) Proyección de flujos de caja libre.

En este capítulo será presentado el flujo de caja libre, con los ajustes y proyecciones respectivas, en conjunto a la proyección de los E.E.F.F. como paso previo al cálculo del valor económico de la empresa y del precio de la acción.

9.1) Proyección de Depreciación y amortización.

A continuación, se presentan los datos históricos de la depreciación y amortización por segmento para RIPLEY CORP S.A. por segmento.

	31-12- 2015	31-12- 2014	31-12- 2013	31-12- 2012	PROMEDI O
<u>Depreciación y amortización por segmento (UF)</u>	<u>1.563.563</u>	<u>1.719.702</u>	<u>1.595.276</u>	<u>1.458.291</u>	<u>1.529.456</u>
Retail Chile	702.481	680.554	701.475	674.144	689.663
Banco Chile	188.599	189.087	179.404	163.179	180.067
Inmobiliarios Chile	23.437	24.438	25.473	5.228	19.644
Oficinas Centrales y Ajustes de Consolidación Chile	90.008	149.059	147.208	139.205	131.370
Retail Perú	409.190	386.959	369.699	400.846	391.673
Banco Perú	149.848	152.680	90.171	75.453	117.038

Tabla 9-1 Proyección Depreciación y amortización.

Al revisar los números de la depreciación y amortización se observa estabilidad por segmento, por lo que se considerara el promedio de esta, entre los años 2012 y 2015 para determinar el valor constante a utilizar en los flujos futuros.

9.2) Inversión en reposición.

Para calcular la inversión en reposición, esta será considerada como un porcentaje de la depreciación de acuerdo a las siguientes cuentas:

	30-06- 2016	31-12- 2015	31-12- 2014	31-12- 2013	31-12- 2012
Compras de propiedades, planta y equipo	406.766	973.763	1.512.430	2.491.256	2.278.281
Compras de otros activos a largo plazo	92.770	-	58.503	259.035	900.457
Depreciación	750.516	1.563.563	1.719.702	1.595.276	1.458.291
Inversión en reposición como % de la depreciación	66,56%	62,28%	91,35%	172,40%	217,98%

Tabla 9-2 Inversión en reposición como porcentaje de la depreciación.

Considerando la tendencia de los datos antes expuesto y que Colombia dejó de ser parte de RIPLEY CORP S.A., se considerará el promedio de los años 2015 y 2016, como el porcentaje de la depreciación utilizado como inversión en reposición, este asciende a 64.42%.

9.3) Inversión en activo físico.

A continuación, se presenta el porcentaje de activos en relación a los ingresos:

	2015	2014	2013	2012
ACTIVOS FÍSICOS:				
Propiedades, planta y equipo	10,258,150	12,408,538	12,655,108	11,632,430
Ingresos	60,148,436	60,911,937	58,172,773	56,867,117
% de ventas	17.05%	20.37%	21.75%	20.46%

Tabla 9-3 Inversión en activo físico como porcentaje sobre las ventas.

De estos se puede establecer que el porcentaje de activos en relación a los ingresos es del 19,91%, por lo que para proyectar la inversión en activo físico se considerara los ingresos proyectados de acuerdo al siguiente cuadro:

	Promedio histórico	2016	2017	2018	2019	2020	2021-oo
Proyección de ingresos		61,707,933	63,217,109	64,841,366	66,591,625	68,480,034	70,520,115
Proyección de activo físico	11,738,556	12,285,403	12,585,864	12,909,236	13,257,694	13,633,657	14,039,816
Inversión en activo físico		546,846	300,461	323,372	348,458	375,962	406,159

Tabla 9-4 Inversión en activo físico proyectada.

9.4) Inversión en capital de trabajo.

Para calcular la inversión en capital de trabajo, primero será calculado el RCTON, de acuerdo a la siguiente información:

	2015	2014	2013	2012
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	25.193.188	26.245.330	20.890.174	19.816.451
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	110.806	12.260	96.697	76.430
Inventarios corrientes	8.964.778	9.099.544	8.790.818	8.674.575
Activos Corriente	34.268.771	35.357.135	29.777.689	28.567.456
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	11.918.324	12.543.592	13.357.737	11.781.361
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	9.131	637.735	707.985	561.330
Otras provisiones a corto plazo	348.303	194.886	80.238	78.961
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	195.127	89.490	295.836	192.812
Pasivo Corriente	12.470.886	13.465.703	14.441.795	12.614.464
CTON	21.797.885	21.891.432	15.335.893	15.952.992
VENTAS	60.148.436	60.911.937	58.172.773	56.867.117
RCTON	36,24%	35,94%	26,36%	28,05%

Tabla 9-5 Calculo de RCTON.

El RCTON promedio asciende a 31,65%, con este valor se procederá a calcular la inversión en capital de trabajo de los flujos proyectados.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021-oo
Proyección de Ventas	61.707.933	63.217.109	64.841.366	66.591.625	68.480.034	70.520.115
CTON	19.529.851	20.007.488	20.521.547	21.075.483	21.673.143	22.318.806
Inversión en CTON	477.637	514.059	553.937	597.660	645.662	

Tabla 9-6 Proyección inversión en capital de trabajo.

9.5) Activos prescindibles.

En el siguiente recuadro se presentan los activos prescindibles de RIPLEY CORP S.A. al 06 de Junio del 2016.

Activos prescindibles	Monto en UF
Efectivo y equivalentes al efectivo	4.203.281
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	793.950
Otros activos financieros no corrientes	1.145.433
Otros activos no financieros no corrientes	277.571
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	12.914.114
Plusvalía	-
Propiedad de inversión	2.398.052
TOTAL	21.732.400

Por lo que el valor de los activos a considerar en el cálculo del precio de la acción corresponde a 21.732.400 UF.

10) Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción.

Antes de presentar el flujo de caja proyectado, se debe tener en consideración que para el año 2016, al estar considerando el flujo del segundo semestre de la información presentada, se le descontara a la proyección total del año 2016 los ingresos obtenidos en el primer semestre de este.

Como dato adicional a considerar, las tasas impositivas para el año 2016 es de 24%, para el año 2017 es de 25.25% y de 27% en adelante.

10.1) Flujo de caja.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021-oo
Ingresos de actividades ordinarias	33,100,164	63,217,109	64,841,366	66,591,625	68,480,034	70,520,115
Costos de Ventas	-20,187,880	-38,556,287	-39,217,157	-39,920,299	-40,669,057	-41,467,112
Ganancia Bruta	12,912,284	24,660,822	25,624,209	26,671,325	27,810,976	29,053,004
Costos de distribución y gasto de administración	-11,190,589	-21,372,603	-22,149,686	-22,991,243	-23,903,748	-24,894,412
Otras ganancias (pérdidas)	11,995	-260,408	-260,408	-260,408	-260,408	-260,408
Ingresos financieros	65,951	126,731	126,731	126,731	126,731	126,731
Costos financieros	-389,365	-747,896	-747,896	-747,896	-747,896	-747,896
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	184,350	569,843	569,843	569,843	569,843	569,843
Diferencias de cambio	-17,599	-33,401	-33,401	-33,401	-33,401	-33,401
Resultados por unidades de reajuste	3,352	25,439	25,439	25,439	25,439	25,439
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	1,580,380	2,968,528	3,154,831	3,360,391	3,587,537	3,587,537
Gasto por impuestos a las ganancias	-379,291	-749,553	-851,804	-907,306	-968,635	-968,635
Ganancia (pérdida)	1,201,089	2,218,974	2,303,027	2,453,085	2,618,902	2,618,902

Tabla 10-1 Proyección de estado de resultados.

Para la obtención del flujo de caja bruto se efectúan los siguientes ajustes.

Depreciación y Amortización	778,940	1,529,456	1,529,456	1,529,456	1,529,456	1,529,456
Otras ganancias (pérdidas) (después de impuestos)	- 9,116	194,655	190,098	190,098	190,098	190,098
Ingresos financieros (después de impuestos)	- 50,123	- 94,732	- 92,514	- 92,514	- 92,514	- 92,514
Costos financieros (después de impuestos)	295,918	559,052	545,964	545,964	545,964	545,964
Diferencias de cambio	17,599	33,401	33,401	33,401	33,401	33,401
Resultados por unidades de reajuste	- 3,352	- 25,439	- 25,439	- 25,439	- 25,439	- 25,439
FLUJO DE CAJA BRUTO	2,230,954	4,415,368	4,483,993	4,634,052	4,799,868	4,799,868

Tabla 10-2 Ajustes para la obtención de flujo de caja bruto.

A partir del flujo de caja bruto, para la obtención del flujo de caja libre se considera la inversión en reposición, la inversión en activo fijo y la inversión en capital de trabajo.

Inversión en reposición	-501.783	-985.256	-985.256	-985.256	-985.256	-1.529.456
Inversión en capital físico	-293.329	-300.461	-323.372	-348.458	-375.962	0
Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo neto	-477.637	-514.059	-553.937	-597.660	-645.662	0
FLUJO DE CAJA LIBRE	958.205	2.615.593	2.621.428	2.702.678	2.792.987	3.270.412

Tabla 10-3 Flujo de caja libre.

10.2) Valoración económica del precio de la acción.

Ahora se procederá al cálculo del valor presente de los flujos futuros, utilizando la tasa de costo de capital anteriormente calculada de acuerdo a la estructura de capital objetivo supuesta.

FLUJO DE CAJA LIBRE	958.205	2.615.593	2.621.428	2.702.678	2.792.987	3.270.412
VT					53.845.740,98	
FCL +VT	958.205	2.615.593	2.621.428	2.702.678	56.638.728	
VALOR PRESENTE	930.368,04	2.394.190,67	2.262.137,19	2.198.708,84	43.438.951,60	

Tabla 10-4 Calculo valor presente de los flujos proyectados.

Finalmente es factible determinar el precio de la acción al 30-06-2016.

TASA DE COSTO DE CAPITAL	6,07%
Valor de los Activos Operacionales (al 30/06/2016)	51.224.356
Activos Prescindibles (al 30/06/2016)	21.732.400
Exceso (Déficit) en Capital de Trabajo Neto (al 30/06/2016)	6.739.989
Valor Total de la Empresa (al 30/06/2016)	79.696.745
Deuda Financiera (al 30/06/2016)	- 46.890.259
Patrimonio Económico (al 30/06/2016)	32.806.487
Número de Acciones	1.936.052.298
Precio de la acción	423,34
Precio Bursátil 30-06-2016	328,97

Tabla 10-5 Calculo del precio de la acción.

Al comparar el precio bursátil de la acción contra el precio calculado, existe un 28,69% de diferencia, por lo que intuitivamente se podría considerar que el ejercicio de valoración presenta errores, no obstante, al observar el precio de la acción el 06-07-2016 este subió hasta \$412 CLP y se mantuvo en esos niveles hasta la actualidad. Por lo que la valoración tuvo la capacidad de predecir el precio fundamental de la acción.

En el siguiente grafico se observa el fenómeno antes descrito, en relación a la violenta variación que sufrió el precio de la acción el 6 de julio del 2016.



Gráfico 10-1 Precio bursátil acción RIPLEY.

El salto en el precio de la acción coincide con la fecha de publicación del hecho esencial N° de documento 2016070085805, donde se informa que RIPLEY CORP S.A. y la empresa mejicana de tienda por departamentos “El Puerto de Liverpool S.A.B. de C.V” (Liverpool) firman un acuerdo de asociación donde esta última se compromete a adquirir la totalidad de las acciones de RIPLEY. Adicionalmente el precio de la OPA informado a RIPLEY asciende a \$420 CLP.

11) Conclusiones.

En este trabajo se ha realizado un análisis exhaustivo de la empresa RIPLEY CORP S.A. para determinar el precio de la acción de esta al 30-06-2016. Como antecedente muy relevante a considerar, se tuvo el cierre de las operaciones de RIPLEY COLOMBIA, por sus malos resultados, y adicionalmente, los rumores de adquisición por parte de “El Puerto de Liverpool S.A.B. de C.V”, rumores que fueron ratificado a través de un hecho esencial publicado el 05-07-2016.

En relación a las tasas de crecimiento estimadas se consideró, que a la fecha de valoración, no existía información respecto a proyectos que pudieran impactar positivamente en las tasas de crecimiento históricas, y que por el contrario, las perspectivas de crecimiento del PIB de Chile y Perú eran negativas, y al ser los segmentos Retail y Bancarios altamente sensibles al ciclo económico, estos deberían verse negativamente impactado, por lo que las tasas de crecimiento establecidas en este trabajo (de acuerdo a los datos históricos), podrían estar sobre estimadas.

En consecuencia a lo anteriormente descrito, el proceso de valoración de la empresa entrego como resultado un precio por acción al 30-06-2016 de \$423, lo que es 28.69% superior al precio de la acción en ese momento (\$329).

Finalmente, independiente de la diferencia entre el valor de mercado y el calculado, se determinó que el proceso de valoración fue correctamente efectuado por dos razones, la oferta de parte de Liverpool por acción el 05-07-2016 fue de \$420 y, por otro lado, el precio durante todo el 2016 se mantuvo alrededor de los \$400 por acción, lo que implica una diferencia de tan solo 5.00% en términos generales, por lo que la estimación del precio es razonablemente correcta y se acerca a su “fair value”.

12) Bibliografía.

Bcrp.gob.pe. (2017). Banco Central de Reserva del Perú. [online] Available at: <http://www.bcrp.gob.pe/>.

Bolsadesantiago.com. (2017). Bolsa de Santiago. [online] Available at: <http://www.bolsadesantiago.com>.

Bcentral.cl. (2017). Banco Central de Chile [online] Available at: <http://www.bcentral.cl/>

Imf.org. (2017). FMI -- Página inicial del Fondo Monetario Internacional (FMI) en español. [online] Available at: <https://www.imf.org>.

Humphreys.cl. (2017). Humphreys. [online] Available at: <http://www.humphreys.cl>.

Svs.cl. (2017). Inicio - SVS Portal. Superintendencia de Valores y Seguros. Gobierno de Chile. [online] Available at: <http://www.svs.cl>.

Riskamerica.com. (2017). RiskAmerica - Inicio. [online] Available at: <https://www.riskamerica.com>.