



VALORACIÓN DE RIPLEY CORP S.A Mediante el método de Múltiplos

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

**Alumno: Dorian Riquelme
Profesor Guía: Mauricio Jara**

Santiago, Mayo 2018

Contenido

INDICE DE ILUSTRACIONES Y CUADROS.....	4
RESUMEN EJECUTIVO	5
METODOLOGIA	6
Principales Métodos de Valoración.....	6
Modelo de descuento de dividendos	6
Método de múltiplos	7
DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	9
NEGOCIO RETAIL.....	10
NEGOCIO FINANCIERO	11
NEGOCIO INMOBILIARIO.....	11
FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA.....	13
ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	13
PATRIMONIO ECONÓMICO DE LA EMPRESA.....	13
ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO.....	14
ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA	15
ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL DE LA EMPRESA	15
ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	16
TASAS DE IMPUESTOS	16
TASA LIBRE DE RIESGO Y PREMIO POR RIESGO	16
COSTO DE LA DEUDA.....	16
BETA DE LA DEUDA	17
BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA.....	17
BETA PATRIMONIAL CON DEUDA.....	17
COSTO PATRIMONIAL.....	18
COSTO DE CAPITAL	18
VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS.....	19
MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA	19
FALABELLA	19
CENCOSUD.....	20
INDUSTRIA.....	20

INDICADORES DE RIPLEY.....	21
VALORES DE RIPLEY EN BASE A MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA	21
CONCLUSIONES.....	22
REFERENCIAS.....	23

INDICE DE ILUSTRACIONES Y CUADROS

Ilustración 1 - Desempeño acción Ripley	5
Ilustración 2: Estructura Holding	9
Ilustración 3 - Precio de la Acción Ripley Corp	12
Tabla 1 - Inversionistas Ripley	10
Tabla 2 - Bonos actuales	13
Tabla 3 - Deuda financiera	13
Tabla 4 - Patrimonio	13
Tabla 5 - Estructura Capital Objetivo	14
Tabla 6 - Regresión Ripley - IGPA	15
Tabla 7 - Regresión Ripley IPSA	15
Tabla 8 - Costo capital propuesto proyección	16
Tabla 9 - Impuestos	16
Tabla 10 - Múltiplos de Falabella	19
Tabla 11 - Múltiplos de Cencosud	20
Tabla 12 - Múltiplos de la industria	20
Tabla 13 - Datos financieros Ripley	21
Tabla 14 - Valoración Acción Ripley - Múltiplos	21

RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo tiene como objeto valorar la empresa Ripley Corp. Al 30 de septiembre de 2017. Para ello trabajaremos con la información disponible públicamente de empresa (EEFF) y sus principales competidores. Trataremos de observar si el precio de la acción está a nivel de mercado, sobre o bajo éste. Con datos del desempeño operacional y financiero de la compañía y de la industria estimaremos el precio a través de las dos metodologías más utilizadas para estos: valoración por múltiplos y por flujo de caja descontado. Para la valoración por múltiplos hemos utilizado datos de la industria, específicamente Falabella y Cencosud, ya que entre ellas representan casi un 85% del mercado en Chile y Perú. Para la valoración por flujo de caja descontado, hemos proyectado cinco años de resultados y una perpetuidad constante desde 2022.

Concluiremos analizando los resultados obtenidos contra los actuales de mercado intentando encontrar las causas de alguna brecha que pueda existir.

Recomendación:

COMPRAR

Precio Actual:

CLP 609.8

Precio Esperado:

↑ CLP 632.5

Información Financiera a Septiembre de 2017:

Industria: Retail

VENTAS: 1,17 Bill. CLP
EBITDA: 101,8k Mill. (8.7%)

MARKET SHARE RETAIL:
 18% Chile y 38% Peru.

TOTAL ACTIVOS: 2,65 Bill. CLP

Categoría de riesgo (Humphreys)
 Bonos: A+
 Efectos de comercio: Nivel 1/A+

Desempeño acción de Ripley Corp. S.A.



Fuente: Marketwatch.com

Ilustración 1 - Desempeño acción Ripley

METODOLOGIA

La metodología utilizada para valorar Ripley Corp ha sido la comúnmente utilizada en la literatura los últimos años, principalmente aceptada por analistas de mercado y académicos, el método de múltiplos y el de flujo de caja descontado, este último cada vez más utilizado ya que considerada a la empresa como un generador de flujos, y el valor de una empresa no es más que el valor presente de sus flujos futuros.

Principales Métodos de Valoración

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 fondos.¹ 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 comparables.²

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.

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 Maqueira, 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 valorización 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 DPA₁ son los dividendos por acción del próximo periodo.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.

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

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos⁴:

Múltiplos de Ganancias:

Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)

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)

⁴ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

Ripley Corp S.A. (Ripley Corp) es la entidad matriz de un grupo de empresas que controla directamente las sociedades Ripley Chile S.A. y Ripley Internacional S.A., filiales que desarrollan actividades en los sectores retail, inmobiliario y financiero, tanto en Chile como en Perú. Además, controla la sociedad de inversión Ripley Inversiones II S.A, siendo hoy es una de las mayores compañías del sector retail de Chile y Perú.

El principal negocio de Ripley es la venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar a través de los distintos formatos de tienda por departamento. Al mismo tiempo, participa en el negocio financiero a través del crédito directo a sus clientes por medio de la Tarjeta Ripley y del Banco Ripley, ofreciendo créditos de consumo y tarjeta de crédito Mastercard.

Asimismo, Ripley participa en la propiedad de centros comerciales y en otros negocios asociados al retail como viajes y corretajes de seguros. Ripley es un modelo de retailer centrado en el cliente, y enfocado a entregar las mejores soluciones a las necesidades de los consumidores.

Ripley Corp S.A., se constituyó por escritura pública de fecha 6 de diciembre de 2004. En la actualidad posee 45 tiendas en Chile y 29 en Perú con más de 480 mil m² de superficie de venta. Su market share en Chile representa un 18%, en tanto que en Perú alcanza al 38%.

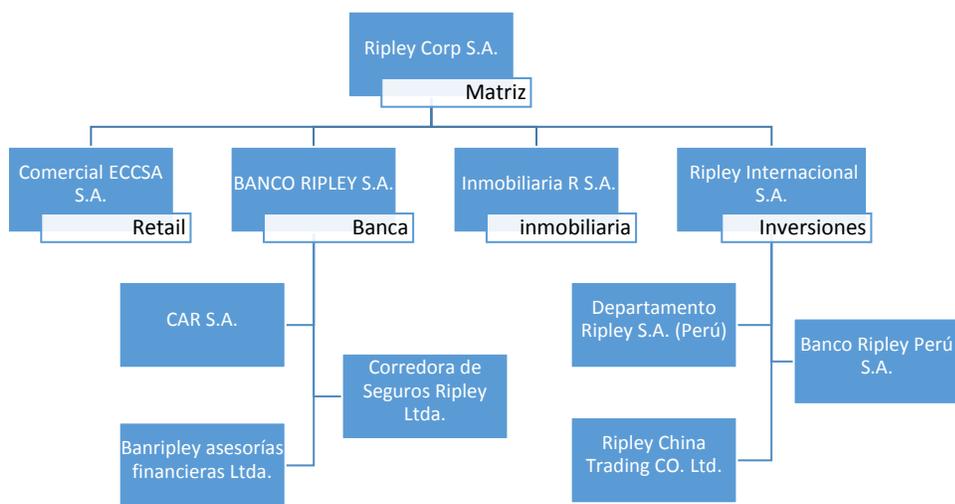


Ilustración 2: Estructura Holding

El accionista principal y controlador de Ripley Corp S.A es la sociedad Inversiones R Matriz Limitada (antes denominada Inversiones R S.A.) la cual directa e indirectamente (a través de sus filiales Inversiones R III Limitada e Inversiones Familiares Sociedad Colectiva Civil es dueña de un 48,48% de las acciones en que se divide el capital de Ripley Corp S.A. Por su parte,

la dueña y controladora de Inversiones R Matriz Limitada es la familia Calderón Volochinsky, formada por los hermanos Andrés Calderón Volochinsky (RUT 6.693.578-7), Lázaro Calderón Volochinsky (RUT 6.693.648-1), Michel Calderón Volochinsky (RUT 6.693.685-6) y Verónica Calderón Volochinsky (RUT 9.165.834-8). Respecto a la participación de los hermanos Calderón Volochinsky en la propiedad directa e indirecta de Ripley Corp, la participación de ellos en todas las sociedades mediante las cuales controlan la Compañía es la siguiente:

Nombre o Razón Social	% Participación
Inversiones R Matriz Limitada	42,03%
Inversiones CK II limitada	11,21%
Inversiones Familiares Sociedad Colectiva Civil	4,49%
International Funds Limitada	3,47%
Banco De Chile por cuenta de terceros no residentes	2,87%
AFP Habitat S.A. Para fondo de Pensiones C	2,44%
BTGPACTUAL Small Cap. Chile Fondo de Inversión (cta. nueva)	2,41%
Banco Itau Corpbanca por cuenta de inversionistas extranjeros	2,11%
Moneda SA AFI para Pionero Fondo De Inversión	2,03%
AFP Provida S.A. para fondo de pension C	1,51%
AFP Habitat S.A. fondo tipo B	1,31%
Siglo XXI fondo de inversión	1,16%

Tabla 1 - Inversionistas Ripley

NEGOCIO RETAIL

Filial del holding que concentra el negocio de tiendas por departamentos. Durante los últimos años la estrategia de Ripley considero una fuerte interacción entre las tiendas por departamento y otras que complementan y potencian su actividad (negocio financiero). Al mismo tiempo, Ripley ha diversificado sus tradicionales fuentes de ingresos, principalmente a través del otorgamiento de crédito a sus clientes y ampliando la oferta de productos y servicios dentro de sus tiendas. Actualmente, Ripley tiene 40 tiendas en Chile con 16 en la región Metropolitana y el resto en regiones. Ripley ha creado diferentes canales de venta que complementan su oferta, como por ejemplo el canal de venta virtual (www.ripley.cl), que genera comercio electrónico a distancia.

En 1997 Ripley comenzó sus operaciones en Lima, inaugurando su primera tienda en el centro comercial Jockey Plaza. El modelo de negocios de la Compañía en Perú está enfocado en la experiencia de compra de los clientes a través de tiendas con formatos modernos, grandes superficies de venta y una oferta de productos vanguardistas. Al igual que en Chile, el otorgamiento de crédito a través de Tarjeta Ripley es un motor fundamental para impulsar la venta y potenciar la oferta de valor a sus clientes.

La industria de tiendas por departamento en Perú está menos desarrollada que en Chile en términos de presencia geográfica y en metros cuadrados de superficie de venta, y se encuentra en una etapa de crecimiento y penetración regional. El número de tiendas en Perú asciende a un total de 29.

NEGOCIO FINANCIERO

Su principal negocio es el Banco Ripley, institución orientada a segmento de clientes de ingresos medios, cubriendo sus necesidades de productos como créditos de consumo y depósitos a plazo. A partir del año 2010 Banco Ripley modificó su estrategia de colocaciones, poniendo el foco en los clientes de la tienda, potenciando la colocación a través de la red interna del banco. Durante el año 2013 se realizó el lanzamiento de la Tarjeta Ripley Mastercard, otorgándola a los nuevos clientes. También se produjo la integración del negocio financiero, incorporando CAR S.A, bajo Banco Ripley Chile. De esta forma, el Banco pasó a ser el responsable exclusivo de administrar el negocio financiero de Ripley en Chile, quedando la totalidad del negocio financiero en Chile bajo la regulación de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

NEGOCIO INMOBILIARIO

En el año 1999, se inauguró Marina Arauco, el primer centro comercial de la sociedad Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. A través de esta sociedad se inauguró también el centro comercial Mall del Centro Curicó el año 2006. El 29 de marzo de 2016, Ripley decidió ejercer la opción de adquirir el 16,67% de la propiedad Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. a Cencosud. De este modo, Ripley y Parque Arauco controlan cada uno el 50% de Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. En enero de 2009, Ripley adquirió el 22,5% de la sociedad Nuevos Desarrollos S.A., perteneciente al grupo Mall Plaza. Esta sociedad es dueña actualmente de los centros comerciales Mall Plaza Alameda, Mall Plaza Sur, Mall Plaza Mirador Biobío, Mall Las Américas, Mall Plaza Egaña y Mall Plaza Copiapó, el cual fue inaugurado el año 2014. En octubre de 2012, se inauguró

Mall de Concepción, un centro comercial en que Ripley posee el 100% de propiedad, el cual cuenta con 26.000 metros cuadrados de superficie de arrendable.

A partir del año 2007, Ripley ingresó en el negocio de construcción, administración y explotación de centros comerciales en Perú, formando la sociedad Aventura Plaza S.A., en la que tanto Ripley como Falabella tenían el 40% de la propiedad y el restante 20% de propiedad pertenecía a Mall Plaza. El 6 de julio de 2016, se llevó a cabo la escisión de Aventura Plaza S.A. en dos sociedades equivalentes. Este proceso repartió equitativamente los centros comerciales y proyectos, quedando Ripley como dueña de los centros comerciales en Santa Anita y Arequipa y de dos proyectos.



Ilustración 3 - Precio de la Acción Ripley Corp

Fuente: Bolsa de Santiago

FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

Ripley Corp al 31 de septiembre del 2017 posee una deuda con el público (bonos) por un total UF 11.298 (~301 mil millones clp). La emisión de estos bonos ha sido principalmente para la sustitución de pasivos. El detalle de los bonos vigentes se encuentra en la siguiente tabla:

Entidad	R. Chile S.A.	R Corp S.A.	R Corp S.A.	R Corp S.A.	Banco Ripley				
Bono	SERIE-E	SERIE-D	SERIE-F	SERIE-N/A	SERIE-A	SERIE-K	SERIE-L	SERIE-M	SERIE-P
Nemotécnico	BRPLY-E	BRPLC-D	BRPLC-F	N/A - Peru	BRPL-A	BRPL-K	BRPL-L	BRPL-M	BRPL-P
Fecha de Emisión	10/06/2009	15/10/2016	15/10/2016	28/04/2015	01/04/2014	01/03/2015	01/03/2015	15/07/2017	15/07/2017
Valor Nominal (VN o D)	1.000.000	2.000.000	2.000.000	25.000.000	1.692.124	1.478.987	27.370.000.000	26.500.000.000	1.499.015
Moneda	U.F.	U.F.	U.F.	PEN	U.F.	U.F.	\$	\$	U.F.
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional	Internacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	10/06/2030	15/10/2021	15/10/2037	29/10/2017	01/04/2019	01/09/2019	01/09/2019	15/07/2020	15/07/2022
Tipo de Bono	Aleman	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (kd)	2,47	0,995	1,390	4,16	1,69	1,29	2,62	1,98	0,95
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de pagos (N)	42	10	42	5	10	10	10	6	10
Periodo de Gracia	20	0	0	0	0	0	0	0	0
Motivo de la Emisión	Sustitucion pasivo	Sustitucion pasivo	Sustitucion pasivo; Fines generales	Financiamiento Inversion	Sustitucion pasivo; Fines generales				
Clasificación de Riesgo	A (Feller Rate)	A+ (Humphreys)	A+ (Humphreys)	A+ (Apoyo & Asd)	A+ (Fitch Rate)				
Tasa de colocación o de mer	5,00	2,00	2,80	8,56	3,40	2,60	5,30	4,00	1,90
Precio de venta el día de la e	\$ 993.474	\$ 1.999.053	\$ 1.993.871	\$ 24.870.197	\$ 1.689.931	\$ 1.477.842	\$ 27.288.707.316	\$ 26.470.906.168	\$ 1.498.374
Valor actual de mercado	1.098.657	1.942.315	1.867.378	N/A	1.724.913	1.481.179	27.477.857.730	25.748.425.698	1.439.257
Actual: Sobre/Bajo la par	Sobre la par	Bajo la par	Bajo la par	N/A	Sobre la par	Sobre la par	Sobre la par	Bajo la par	Bajo la par

Fuente: Elaboración propia

Tabla 2 - Bonos actuales

ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

A continuación, pasaremos a revisar la estructura de capital de Ripley Corp. Basados en la información de sus estados financieros determinaremos la estructura de capital óptima para esta empresa.

UF Miles	2013	2014	2015	2016	2017*
Deuda Financiera	34.112	43.189	44.805	50.601	51.452

Tabla 3 - Deuda financiera

PATRIMONIO ECONÓMICO DE LA EMPRESA

UF Miles	2013	2014	2015	2016	2017*
Patrimonio Económico	31.561	23.113	21.973	29.344	44.322

Tabla 4 - Patrimonio

ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO

	2013	2014	2015	2016	2017*	Promedio 2016-2017	Promedio 2013-2017
B/V	0,52	0,65	0,67	0,67	0,63	0,54	0,60
P/V	0,48	0,35	0,33	0,33	0,37	0,46	0,40
B/P	1,08	1,87	2,04	2,04	1,72	1,16	1,49

Tabla 5 - Estructura Capital Objetivo

La estructura de capital muestra una tendencia al apalancamiento, la cual se ha incrementado constante hasta el tercer trimestre del 2017

ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA

En el caso de un holding como Ripley Corp, en el que participan distintas industrias, la metodología más recomendada para obtener el costo patrimonial es la del Costo Promedio Ponderados de Capital “WACC” (por sus siglas en ingles); considerando que hay impuestos a los negocios.

ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL DE LA EMPRESA

Utilizando 2 años de retornos semanales de Ripley Corp. como variable dependiente y el retorno del IGPA como variable explicativa, hasta el 30 de septiembre de cada año, obtenemos los siguientes resultados en STATA:

Reg. IGPA	2013	2014	2015	2016	2017
Beta de la Acción	1,3613	1,15437	1,28328	1,43839	0,9573868
p-value (significancia)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.003
Presencia Bursátil (%)	100	99,44	98,33	97,22	97,78

Tabla 6 - Regresión Ripley - IGPA

Reg. IPSA	2013	2014	2015	2016	2017
Beta de la Acción	1,1200	0,93305	1,08927	1,27533	0,8521874
p-value (significancia)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.004
Presencia Bursátil (%)	100	99,44	98,33	97,22	97,78

Tabla 7 - Regresión Ripley IPSA

La presencia bursátil de Ripley fue obtenida de la bolsa de Santiago.

El beta obtenido en la regresión contra el IGPA es de 0,9574, dado que es significativo al 99,7% mejor que la de IPSA, es el resultado que utilizaremos para el cálculo de costo de capital.

ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Estructura propuesta, aproximamos los resultados para obtener una estructura más común. (60/40).

	Promedio 2016-2017	A usar
B/V	0,54	0,6
P/V	0,46	0,4
B/P	1,16	1,5

Tabla 8 - Costo capital propuesto proyección

TASAS DE IMPUESTOS

Para desapalancar el beta utilizaremos la tasa efectiva promedio de impuestos de los dos últimos años.

2016	2017	a usar para desapalancar	Largo plazo
15,37%	17,74%	16,55%	27,0%

Tabla 9 - Impuestos

TASA LIBRE DE RIESGO Y PREMIO POR RIESGO

Utilizaremos una tasa libre de riesgo de 1,99% tomando los Bonos del Banco Central UF (BCU-30) del 29 de septiembre de 2017 y un premio por riesgo de mercado de 6,06%, este último obtenido de la base de premios por riesgo de mercado de Damodaran a julio 2017.

rf	1,99%
----	-------

$[E(R_m) - r_f]$	6,06%
------------------	-------

COSTO DE LA DEUDA

El costo de la deuda ha sido obtenido de Risk America a septiembre 2017 para el bono de más largo plazo emitido por la empresa,

Bono Ripley Corp. SERIE-F
Vencimiento 15/10/2037.
TIR: 3,04%.
Bono en UF.

BETA DE LA DEUDA

Utilizando el ampliamente aceptado modelo de CAPM con los datos mencionados
 Obtenemos:

$$K_b = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_d$$

Reemplazando $3,04\% = 1,99\% + [6,06\%] * \beta_d$

Obtenemos un beta de la deuda de: $\beta_d = 0,1733$

BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA

Desapalancando el beta de la acción a septiembre 2017, según la regresión con el IGPA que hemos obtenido un Beta de la acción de 0,9574, y haciendo uso del método de Rubinstein, obtenemos:

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

Reemplazando

$$0,957 = \beta_p^s * [1 + (1 - 16,55\%) * (1,16)] - 0,1733 * (1 - 16,55\%) * (1,16)$$

Obtenemos $\beta_p^s = 0,5714$

BETA PATRIMONIAL CON DEUDA

Ahora apalancando el beta desapalancado con la nueva estructura de capital y tasa de impuestos:

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

Reemplazando

$$\beta_p^c = 0,5714 * [1 + (1 - 27\%) * (1,5)] - 0,1733 * (1 - 27\%) * (1,5)$$

Obtenemos $\beta_p^c = 1,0074$

COSTO PATRIMONIAL

Utilizando CAPM calculamos el costo patrimonial como sigue:

$$k_p = r_f + PRM * \beta_p^{c/d}$$

Reemplazando $k_p = 1,99\% + 6,06\% * 1,0074$

Obtenemos $k_p = 8,09\%$

COSTO DE CAPITAL

Utilizando el Weighted Average Cost of capital (WACC) calculamos el costo de capital como sigue:

$$k_0 = k_p \left(\frac{P}{V} \right) + k_b (1 - t_c) \left(\frac{B}{V} \right)$$

Reemplazando

$$k_0 = 8,09\% * (0,4) + 3,04\% * (1 - 27\%) * (0,6)$$

Obtenemos $k_0 = 4,57\%$

VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS

Luego de obtener un precio de acción de 614.6 CLP Para Ripley Corp según método de flujo de caja descontado i.e. la acción se encuentra subvalorada en el mercado un -1%. Contrastaremos este resultado comparando el precio con el que estimemos con el método de los múltiplos, utilizando datos de la industria en Chile y Perú.

MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA

Hemos tomado los datos de Falabella y Cencosud como actores relevantes para determinar la industria, ya que el resto de participantes no tienen mayor relevancia en el total del mercado. Tanto en Chile como en Perú los principales actores son los estos, y aunque Ripley es quien tiene la menor participación de mercado de los tres, sigue siendo representativo y la operación es prácticamente idéntica en cada segmento que opera por lo que creemos que estos múltiplos representan bastante bien a Ripley.

FALABELLA

Falabella es el segundo actor más relevante en términos de participación de mercado consolidando rubros de los 3 competidores, sin embargo es el líder en rentabilidad, con un EBITDA del 32% superior a Cencosud en 2017.

UF (Miles)	2016	2017
UTILIDAD POR ACCIÓN	0,0000068	0,0000051
EBITDA	29.988	31.047
EBIT	22.598	23.111
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	192.507	200.202
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	531.617	528.702
VENTAS POR ACCIÓN	0,0000803	0,0000831
VENTAS	217.658	221.677
Precio Acción	0,000184	0,000234
Nº Acciones	2.709.960	2.666.529
Deuda Financiera	143.497	144.962
Deuda Financiera mercado	150.672	152.210

Tabla 10 - Múltiplos de Falabella

CENCOSUD

Cencosud es un excelente referente de mercado para Ripley, ya que no posee el elevado nivel de activos que tiene Falabella, haciendo que sus ratios sean más aplicables a Ripley,

UF (Miles)	2016	2017
UTILIDAD POR ACCIÓN	0,0030468	0,0015568
EBITDA	26.580	23.404
EBIT	20.361	16.633
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	150.793	148.262
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	381.254	368.029
VENTAS POR ACCIÓN	0,0000990	0,0000982
VENTAS	285.310	285.373
Precio Acción	0,000075	0,000073
N° Acciones	2.882.917	2.905.562
Deuda Financiera	127.147	127.187
Deuda Financiera mercado	133.504	133.547

Tabla11 - Múltiplos de Cencosud

INDUSTRIA

Haciendo un promedio simple entre ambos periodos (2016 y 2017), luego nuevamente promedio simple entre ambas empresas (Falabella y Cencosud) hemos obtenidos los siguientes múltiplos de la industria:

Tipo de múltiplos	Múltiplos	2016	2017	Promedio
Múltiplos de ganancia	Price-earning ratio (Precio utilidad) (PE)	13,55	22,97	18,26
	Enterprise value to Ebitda (EV/Ebitda)	16,04	16,38	16,21
	Enterprise value to Ebit (EV/Ebit)	21,12	22,50	21,81
Múltiplos de valor libro	Price to book equity (PBV)	2,01	2,28	2,15
	Value to book ratio	1,60	1,75	1,67
Múltiplos de ingresos	Price to Sales ratio (PS)	1,52	1,78	1,65
	Enterprise value to sales ratio (VS)	1,89	1,84	1,86

Tabla 12 - Múltiplos de la industria

INDICADORES DE RIPLEY

Utilizando los datos al 3Q 2017, tenemos los siguientes valores:

UF (Miles)	2017 3Q
UTILIDAD POR ACCIÓN	0,0006020
EBITDA	3.820
EBIT	2.723
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	34.089
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	99.410
VENTAS POR ACCIÓN	0,0000227
VENTAS	44.043
Precio Acción	0,000023
Nº Acciones (en Miles)	1.936.052
Deuda Financiera	51.452
Deuda Financiera mercado	54.024

Tabla 13 - Datos financieros Ripley

VALORES DE RIPLEY EN BASE A MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA

Determinando los múltiplos de Ripley en base a los encontrados por la industria obtenemos un precio de acción de 0,0244 UF. ~ 651 Pesos versus 610 valor bursátil, muestra que el precio actual de la acción se encuentra subvalorado un -6,3%, en línea al resultado del flujo de caja descontado.

MÚLTIPLOS (UF Miles)	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-	-	0,0110
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	61.906,74	21.228,68	0,0110
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	83.323,86	28.572,91	0,0148
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	-	73.135,85	0,0378
VALUE TO BOOK RATIO	260.279,24	89.253,37	0,0461
PRICE TO SALES RATIO (PS)	-	72.801,45	0,0376
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	71.664,17	24.574,64	0,0127
			UF: 0,0244
			CLP: 650,8

Tabla 14 - Valoración Acción Ripley - Múltiplos

-6,3%

CONCLUSIONES

Ripley Corp, Ripley Corp S.A. opera grandes almacenes en Chile y Perú, Es el tercer mayor actor en el mercado chileno y el segundo más grande en Perú. Sus actividades incluyen las industrias de Retail, Banco e inmobiliaria.

Para el proceso de valorar económicamente el holding, hemos estimado dos precios de acción diferentes según los modelos de flujo de caja descontado y el de múltiplos. Nuestro trabajo involucro analizar la información pública disponible (EEFF, mercado, etc.), para poder identificar los indicadores apropiados para la aplicación de las metodologías de evaluación antes descritas. Aplicamos los supuestos que consideramos más pertinentes a la industria y elaboramos un flujo de caja con las proyecciones que a nuestro entender, mejor reflejan los lineamientos del Holding. Este análisis nos permitió determinar el precio de la acción para ambas metodologías donde los precios que obtuvimos para el método por flujo de caja descontado fueron de 614,6 pesos y mediante la valoración por múltiplos el precio fue de 650,8 pesos. Comparando con el valor actual de mercado a Septiembre 2017 de 609,8 CLP notamos una leve subvaloración del precio actual, esto puede deberse entre otros factores a la incertidumbre que enfrentamos en materia macroeconómica, El IMACEC ha crecido tímidamente durante el transcurso del año, aumentando a un mejor nivel recién ahora el 3T a 2.8%, saliendo del negativo -0.5% del primer trimestre. Por otra parte aún existen incertidumbres y cuestionamientos a la reforma tributaria, hay muchas expectativas por las elecciones presidenciales en unos meses, por lo que la inversión no se ha dinamizado para llegar al precio más alto que estimamos.

REFERENCIAS

- Bolsa de Santiago
<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-de-Instrumento.aspx?NEMO=RIPLEY>
- Bolsa Electrónica
http://www.bolchile.cl/TablasDesarrollo?menu=HER_TABLAS
- Centros Comerciales de Chile
<http://www.camaracentroscomerciales.cl/informes/>
- Investing, Serie de tiempo acciones Ripley e IGPA
<https://www.investing.com/indices/igpa-historical-data>
- Perú Retail
<https://www.peru-retail.com/inversiones-malls-peru-2018/>
- Ripley, Sección Inversionistas
<http://www.ripleychile.com/inversionistas/informacion-inversionistas>
- Risk America, Instrumentos de Renta Fija.
<https://www.riskamerica.com/>
- SBIF
<http://www.sbif.cl/sbifweb/servlet/InfoFinanciera?indice=4.1&idCategoria=565&tipocont=702#4689>
- SVS
<http://www.svs.cl/portal/estadisticas/606/w3-propertyvalue-20153.html>
<http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=99579730&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=32>
- Otros:
https://www.camaralima.org.pe/repositorioaps/0/0/par/r793_1/iedep.pdf
<http://www.cpcc.cl/wp-content/uploads/2017/07/170626-Catastro-de-Proyectos-de-Inversion-2017-ilovepdf-compressed.pdf>
<http://www.equilibrium.com.pe/sectorialretailmar17.pdf>