



VALORIZACIÓN DE RIPLEY CORP S.A.

AL 30 DE JUNIO DE 2020

MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

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

Alumno:

José Antonio Ramírez M.

Profesores Guía:

Gabriela Clivio, Mauricio Jara

Santiago, 22 de marzo de 2021

Índice

1. RESUMEN EJECUTIVO	10
2. METODOLOGÍA	11
2.1. Principales métodos de valoración	11
2.2. Modelo de descuento de dividendos	12
2.3. Método de flujos de caja descontados.....	13
3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	18
3.1. Estructura Societaria	18
3.2. Negocios.....	20
3.2.1. Negocio Retail.....	20
3.2.2. Negocio Bancario.....	22
3.2.3. Segmento Inmobiliario	23
3.3. Información General.....	26
3.3.1. Seguros	26
3.3.2. Propiedades e Instalaciones.....	27
3.3.3. Principales Proveedores y Clientes	28
3.4. Entorno de la Industria	29
3.4.1. Segmento Retail.....	29
3.4.2. Segmento Bancario.....	30
3.4.3. Segmento Inmobiliario	31
3.5. Regulación.....	32
4. ASPECTOS CONTABLES Y FINANCIEROS DE RIPLEY CORP S.A.....	33
4.1. Estado de situación financiera	33
4.1.1. Principales Activos	33
4.2. Estado de Resultados	36
4.2.1. Composición de los Ingresos.....	36
4.2.2. Margen de Contribución.....	37
4.2.3. Resultado y Margen Operacional	38
4.2.4. Gastos Financieros	38

4.2.5.	Participación en otras sociedades	39
4.2.6.	Depreciación y Amortización	40
4.3.	Estado de Flujo de Efectivo	41
4.4.	Ratios.....	42
5.	FINANCIAMIENTO Y ESTRUCTURA DE CAPITAL DE RIPLEY CORP S.A.	45
5.1.	Fuentes y Evolución del Financiamiento	45
5.1.1.	Deuda Financiera.....	45
5.1.2.	Patrimonio	48
5.2.	Estructura de Capital.....	50
6.	ASPECTOS CONTABLES Y FINANCIEROS DE RIPLEY CORP S.A.....	52
6.1.	Estimación del Beta Patrimonial mediante el Modelo de Mercado	52
6.2.	Estimación del costo de capital promedio ponderado Ripley Corp S.A.....	53
6.2.1.	Datos de mercado.....	54
6.2.2.	Costo de la deuda (Kb).....	54
6.2.3.	Beta de la deuda (βd)	56
6.2.4.	Beta patrimonial sin deuda ($\beta pS/D$)	56
6.2.5.	Beta patrimonial con deuda ($\beta pC/D$)	58
6.2.6.	Costo patrimonial (Kp)	58
6.2.7.	Costo de capital promedio ponderado ($KWACC$)	59
7.	ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	60
7.1.	Fuentes de generación de ingresos operacionales.....	60
7.2.	Perspectivas de crecimiento de la industria	65
7.3.	Estructura de costos y gastos operacionales de Ripley Corp.....	66
7.4.	Análisis del resultado no operacional de Ripley Corp	79
7.5.	Análisis de los activos de la empresa	83
8.	PROYECCION DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	85
8.1.	Ingresos operacionales proyectados	85
8.1.1.	Proyección de ingresos segmento retail.....	85
8.1.2.	Proyección de ingresos segmento bancario	88
8.1.3.	Proyección de ingresos segmento inmobiliario	90

8.1.4.	Proyección de flujos por participación en asociadas	92
8.2.	Costos operacionales proyectados.....	93
8.2.1.	Proyección de costos de venta.....	93
8.2.2.	Proyección de gastos de administración y ventas consolidados.....	94
8.3.	Resultado no operacional proyectado	95
8.4.	Impuesto corporativo proyectado.....	96
8.5.	Estado de resultados proyectado (MUF)	97
8.6.	Estado de resultados proyectado (%).....	98
9.	PROYECCION DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	99
9.1.	Depreciación y amortización	99
9.2.	Inversión en reposición	100
9.3.	Inversión en capital físico.....	101
9.4.	Inversión (liberación) de capital de trabajo	101
9.5.	Valor terminal	103
9.6.	Proyección de los flujos de caja libre.....	104
10.	PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO.....	105
10.1.	Precio de la acción proyectado	105
10.2.	Análisis de Sensibilidad.....	106
11.	CONCLUSIÓN MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO.....	108
	BIBLIOGRAFÍA	111

Índice de Cuadros

Cuadro 1: Participación accionaria hermanos Calderón Volochinsky	19
Cuadro 2: 12 principales accionistas de Ripley Corp S.A. al 30 de junio de 2020.....	20
Cuadro 3: Superficie de venta y número de tiendas negocio retail	22
Cuadro 4: Stock colocaciones y N° de tarjetas de crédito con saldo	23
Cuadro 5: Superficie arrendable negocio inmobiliario Chile	25
Cuadro 6: Superficie arrendable negocio inmobiliario Perú.....	26
Cuadro 7: Principales proveedores Ripley Corp S.A.	28
Cuadro 8: Principales activos de Ripley Corp S.A.	33
Cuadro 9: Inventario de Ripley Corp S.A.	34
Cuadro 10: Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes.....	34
Cuadro 11: Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar, no corrientes	35
Cuadro 12: Propiedades de Inversión	35
Cuadro 13: Composición de ingresos Ripley Corp S.A. (MUF)	36
Cuadro 14: Composición de ingresos Ripley Corp S.A. (%).....	36
Cuadro 15: Margen de contribución Ripley Corp S.A. por unidad de negocios (MUF)..	37
Cuadro 16: Margen de contribución Ripley Corp S.A. por unidad de negocio (%)	37
Cuadro 17: Resultado y margen operacional Ripley Corp S.A.....	38
Cuadro 18: Gastos financieros Ripley Corp S.A.	38
Cuadro 19: Participación en ganancias (pérdidas) de asociadas (MUF)	39

Cuadro 20: Incidencia participación en ganancias (pérdidas) de asociadas (%)	39
Cuadro 21: Depreciación y amortización.....	40
Cuadro 22: Resumen Estado de Flujo de Efectivo Ripley Corp S.A. (MUF)	41
Cuadro 23: Indicadores de liquidez	42
Cuadro 24: Indicadores de endeudamiento	42
Cuadro 25: Indicadores de rentabilidad.....	43
Cuadro 26: Indicadores de actividad	44
Cuadro 27: Detalle deuda financiera histórica, corriente	45
Cuadro 28: Detalle deuda financiera histórica, no corriente	46
Cuadro 29: Bonos Ripley Corp S.A. al 30 de junio de 2020	46
Cuadro 30: Bonos Banco Ripley S.A. al 30 de junio de 2020	47
Cuadro 31: Bonos Ripley Chile S.A. al 30 de junio de 2020.....	48
Cuadro 32: Composición histórica del patrimonio.....	48
Cuadro 33: Patrimonio económico	49
Cuadro 34: Estructura de capital Ripley Corp S.A.	50
Cuadro 35: Estructura de capital objetivo Ripley Corp S.A.	51
Cuadro 36: Beta patrimonial Ripley Corp S.A.	52
Cuadro 37: Antecedentes del bono más extenso de Ripley Corp S.A.	55
Cuadro 38: Datos de empresas comparables (\$)	57
Cuadro 39: Composición de ingresos operacionales de Ripley Corp S.A. (MUF)	60

Cuadro 40: Composición de ingresos operacionales de Ripley Corp S.A. (%).....	61
Cuadro 41: Distribución de ingresos operacionales sobre ingresos por segmento	62
Cuadro 42: Ingresos primer semestre por segmento.....	63
Cuadro 43: Ingresos primer semestre sobre total ingresos anuales por segmento.....	64
Cuadro 44: Crecimiento del PIB anual Chile y Perú	65
Cuadro 45: Costos operacionales de Ripley Corp S.A. (MUF).....	66
Cuadro 46: Estructura de costos sobre costos operacionales totales (%)	66
Cuadro 47: Estructura de costos operacionales sobre ingresos totales (%).....	67
Cuadro 48: Composición costos de venta de Ripley Corp S.A. por segmento (MUF)...	69
Cuadro 49: Composición costos de venta de Ripley Corp S.A. por segmento (%)	69
Cuadro 50: Distribución costos de venta sobre total de costos por segmento (%).....	71
Cuadro 51: Distribución costos de venta sobre total de ingresos (%).....	72
Cuadro 52: Margen bruto por segmento (MUF)	73
Cuadro 53: Distribución de márgenes brutos por segmento sobre margen bruto total (%)	73
Cuadro 54: Distribución de márgenes brutos por segmento sobre márgenes brutos consolidados por segmento (%)	74
Cuadro 55: Distribución de resultados brutos por segmento sobre ingresos totales (%)	75
Cuadro 56: Gastos de administración y otros por segmento (MUF)	76

Cuadro 57: Distribución de gastos de administración por segmento sobre GAV totales (%) 77	
Cuadro 58: Distribución de gastos de administración por segmento sobre ingresos totales (%)	78
Cuadro 59: Apertura resultado no operacional (MUF)	79
Cuadro 60: Apertura resultado no operacional sobre ingresos (%).....	79
Cuadro 61: Otras ganancias (MUF)	81
Cuadro 62: Otras pérdidas (MUF)	82
Cuadro 63: Costos financieros (MUF)	82
Cuadro 64: Clasificación de activos corrientes	83
Cuadro 65: Clasificación de activos no corrientes	84
Cuadro 66: Ingresos proyectados segmento retail Chile	86
Cuadro 67: Ingresos proyectados segmento retail Perú.....	87
Cuadro 68: Ingresos proyectados segmento retail Ripley Corp S.A.	87
Cuadro 69: Ingresos proyectados segmento bancario Chile	88
Cuadro 70: Ingresos proyectados segmento bancario Perú.....	89
Cuadro 71: Ingresos proyectados segmento bancario Ripley Corp S.A.	90
Cuadro 72: Ingresos proyectados segmento inmobiliario Chile	90
Cuadro 73: Ingresos proyectados segmento inmobiliario Perú	92
Cuadro 74: Ingresos proyectados segmento inmobiliario Ripley Corp S.A.....	92

Cuadro 75: Flujos proyectados por participación en asociadas	93
Cuadro 76: Costos de venta proyectados Ripley Corp S.A.	94
Cuadro 77: Gastos de administración y ventas proyectados Ripley Corp S.A.	95
Cuadro 78: Resultado no operacional proyectado Ripley Corp S.A.	96
Cuadro 79: Resultado no operacional proyectado Ripley Corp S.A.	96
Cuadro 80: Estado de resultados proyectado (MUF).....	97
Cuadro 81: Estado de resultados proyectado (%)	98
Cuadro 82: Depreciación y amortización histórica.....	100
Cuadro 83: Depreciación y amortización proyectada	100
Cuadro 84: Inversión en reposición proyectada.....	101
Cuadro 85: Capital de trabajo operacional neto histórico	101
Cuadro 86: Inversión (liberación) de capital de trabajo proyectada	102
Cuadro 87: Valor terminal	103
Cuadro 88: Proyección de los flujos de caja libre	104
Cuadro 89: Valorización del negocio y precio de la acción Ripley Corp S.A.	105
Cuadro 90: Análisis de sensibilidad.....	106

1. RESUMEN EJECUTIVO

En el presente informe, se realizó la valorización de Ripley Corp S.A. al 30 de junio de 2020 mediante el método de flujos de caja descontados.

Ripley Corp S.A. es la sociedad matriz de un grupo de empresas que participan en el negocio de tiendas por departamentos, servicios financieros e inversiones inmobiliarias en centros comerciales, desarrollando actividades en Chile y Perú.

Esta compañía se financia principalmente con deuda financiera de corto y largo plazo, que, al 30 de junio de 2020, financia un 32,6% y 14,7% del total de activos, respectivamente. Por otra parte, su patrimonio contable a esa fecha alcanza a MUF 34.315 y financia un 27,8% del total de activos (MUF 123.376).

Se determinó, a partir de empresas comparables, que el riesgo sistémico de las industrias en las que participa Ripley Corp S.A. es de $\beta_p^{S/D} = 0,58$. En base a dicho riesgo y a la utilización del *Capital Asset Pricing Model*, se obtuvo la tasa WACC (4,68%) aplicada para descontar los flujos de caja libres del periodo discreto y del valor terminal, asumiendo que la estructura de capital objetivo de la compañía consiste en mantener un 57% de deuda financiera y un 43% de patrimonio.

Una vez descontados los flujos de caja libres, se obtuvo el valor del negocio (MUF 61.766) y el valor del patrimonio económico (MUF 11.921). Considerando que el número de acciones de Ripley Corp S.A. a la fecha de valorización es de 1.936.052.298, se obtuvo un precio por acción de \$177. Se concluyó, en base al precio obtenido, que las acciones de Ripley Corp al 30 de junio de 2020, están sobrevaloradas en un 50,84%.

2. METODOLOGÍA

2.1. 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) o iv) en el descuento de flujo de fondos.¹ 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 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 Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el 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.

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.

2.2. 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. 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:

$$\text{Valor de la acción} = DPA / Kp$$

Donde: DPA , es el dividendo por acción; y Kp , es la rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, conocida también como el 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:

$$\text{Valor de la acción} = DPA / (Kp - g)$$

Donde: DPA^3 , son los dividendos por acción del próximo periodo.⁴

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

⁴ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000, p. 36.

2.3. 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.

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 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 método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁵

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.

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

⁵ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), p. 382.

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.

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.

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 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.

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.

2.4. 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. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos 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. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos:⁶

2.4.1. Múltiplos de ganancias:

- Precio de la acción / Utilidad (PU o PE)
- Valor / EBIT
- Valor / EBITDA
- Valor / Flujo de caja

⁶ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

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, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. 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.

2.4.2. 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*)

2.4.3. Múltiplos de ventas:

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

2.4.4. Múltiplo de variables de industria específica:

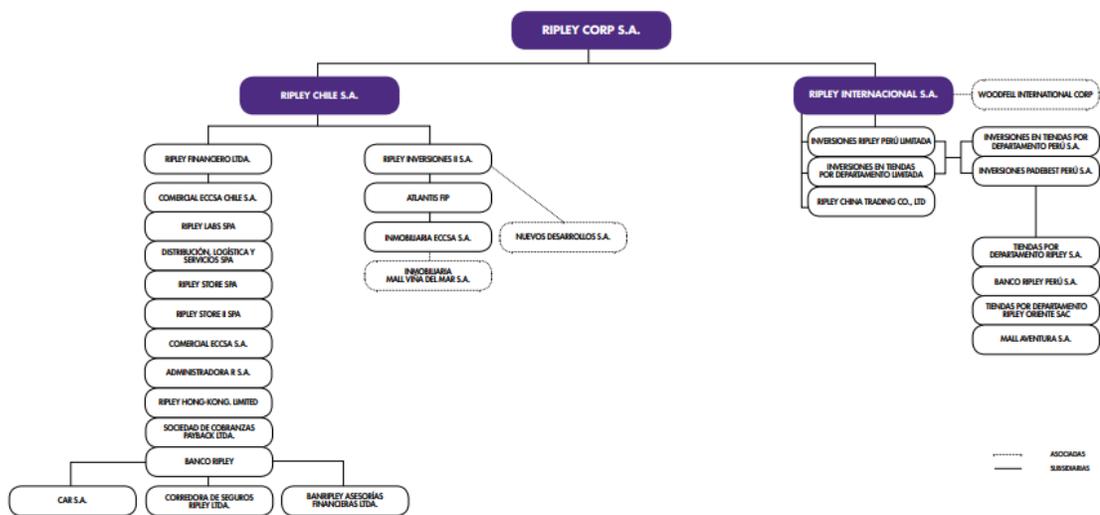
- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m2 construido en retail

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

Ripley Corp S.A. fue constituida en la ciudad de Santiago mediante escritura pública de fecha 6 de diciembre de 2004. Es la sociedad matriz de un grupo de empresas que participan en el negocio de tiendas por departamentos, servicios financieros e inversiones inmobiliarias en centros comerciales, desarrollando actividades en Chile y Perú.⁷ Transa sus acciones en la Bolsa de Santiago.

3.1. Estructura Societaria

Ilustración 1: Estructura Societaria



Fuente: Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

El accionista principal y controlador de Ripley Corp S.A. es la sociedad Inversiones R Matriz Limitada, la que directa e indirectamente (a través de su filial Inversiones Familiares Sociedad Colectiva Civil) es dueña del 39,86% de las acciones en que se divide el capital de Ripley Corp S.A. Por su parte, los dueños y controladores de

⁷ Feller Rate, Informe de Clasificación, Julio 2019.

Inversiones R Matriz Limitada son los hermanos Andrés Calderón Volochinsky, Lázaro Calderón Volochinsky y Michel Calderón Volochinsky, quienes, a través de la sociedad Inversiones International Funds S.A., poseen además un 2,97% de las acciones de Ripley Corp S.A. En consecuencia, los Hermanos Calderón Volochinsky son dueños directa e indirectamente del 42,84% de las acciones de Ripley Corp S.A.⁸, de acuerdo con el siguiente cuadro:

Cuadro 1: Participación accionaria hermanos Calderón Volochinsky

Nombre	N° de Acciones	% de Participación 2019
Michel Calderón Volochinsky	276.435.631	14,28%
Andrés Calderón Volochinsky	276.435.631	14,28%
Lázaro Calderón Volochinsky	276.435.631	14,28%
Total Familia Calderón Volochinsky	829.306.893	42,84%

Total Acciones Ripley Corp S.A.	1.936.052.298
--	----------------------

Fuente: Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

Al 31 de diciembre de 2019, el capital suscrito y pagado de Ripley Corp S.A. estaba representado por 1.936.052.298 acciones (serie única) y la compañía mantenía en sus registros, un total de 646 accionistas. A junio de 2020 el número de acciones de la compañía se mantuvo inalterado.

⁸ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

Cuadro 2: 12 principales accionistas de Ripley Corp S.A. al 30 de junio de 2020

Nombre o Razón Social	Acciones	Porcentaje
INVERSIONES R MATRIZ LIMITADA	697.187.696	36,01%
INVERSIONES CK II LIMITADA	107.523.662	5,55%
BTG PACTUAL CHILE S A C DE B	82.745.018	4,27%
INVERSIONES FAMILIARES SOCIEDAD COLECTIVA CIVIL	74.532.800	3,85%
FONDO MUTUO BTG PACTUAL CHILE ACCION	68.384.722	3,53%
INTERNATIONAL FUNDS LIMITADA	57.586.397	2,97%
AFP HABITAT S A PARA FDO PENSION C	49.489.838	2,56%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION C	48.183.666	2,49%
BANCO ITAU POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	44.136.708	2,28%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S A	40.125.457	2,07%
INVERSIONES VERONICA BERTA CALDERON EIRL	39.311.978	2,03%
AFP HABITAT S A FONDO TIPO A	36.366.080	1,88%

Fuente: CMF

3.2. Negocios

3.2.1. Negocio Retail

Desde su exitosa irrupción en el Mall Parque Arauco, en la década de los 90, la estrategia de Ripley ha considerado una fuerte interacción entre las tiendas por departamentos y el segmento financiero, además de otras áreas que complementan y potencian su actividad. Por otro lado, en 1997 Ripley comenzó sus operaciones en Lima, inaugurando su primera tienda en el centro comercial Jockey Plaza. 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. Durante los últimos años, Ripley ha continuado su crecimiento,

cerrando el año 2019 con 75 tiendas a lo largo de ambos países, 46 ubicadas en Chile y 29 en Perú.⁹

Ripley ha creado diferentes canales de venta que complementan su oferta, entre los que destacan el canal de venta virtual, a través de la página Ripley.com, que genera comercio electrónico a distancia y, desde el año 2017 se encuentra en marcha Mercado Ripley, un “*market place*” que permite a pequeños y medianos empresarios exhibir y comercializar sus productos a través del sitio web de Ripley, lo que representa un gran nivel de exposición al mercado para los *sellers*; y para los clientes y usuarios de Ripley, una mayor variedad de productos y servicios disponibles en el sitio web. Esta estrategia permitió que consolide su posición en los mercados de Chile y Perú, logrando crecer en sus ventas por canales digitales un 33,1% durante el 2019, alcanzando el 17,8% de las ventas retail consolidadas. Como parte de esta estrategia, durante el año 2019 se potenciaron las aplicaciones móviles y la cadena logística, así como se amplió la oferta de MercadoRipley en ambos países. Al respecto, Ripley ha continuado con el desarrollo del canal digital, a través de un aumento en el número de productos ofrecidos a través del sitio web (SKU disponibles), tanto propios como terceros a través de Mercado Ripley¹⁰.

La industria de tiendas por departamentos en Perú está menos desarrollada que en Chile, en términos de presencia geográfica y en metros cuadrados de superficie de venta, la que se encuentra en una etapa de crecimiento y penetración regional. Hasta hace pocos años, las tiendas por departamentos se encontraban presentes sólo en Lima, sin embargo, dadas las favorables perspectivas económicas y de crecimiento sostenido

⁹ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

¹⁰ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

previa crisis sanitaria, el sector retail comenzó una progresiva expansión hacia regiones. Es así como Ripley, en el año 2019, relanzó la tienda Ripley Megaplaza (ex Max Cono Norte) e inauguró una tienda en el centro comercial Real Plaza Puruchuco, con una superficie de venta de 6.533 m².¹¹

Cuadro 3: Superficie de venta y número de tiendas negocio retail

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Superficie de venta Corp (m2)	449.269	453.879	462.330	480.637	484.803	482.353
N° Tiendas Corp	69	70	71	75	76	75

Fuente: Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

3.2.2. Negocio Bancario

Ripley está fortaleciendo su plan estratégico que apunta a desarrollar un banco de personas simple, integral y con foco en el cliente, de manera de lograr convertirse en el banco principal del cliente Ripley, satisfaciendo sus principales necesidades financieras. En línea con lo anterior, en ambos países se implementó un nuevo sistema tecnológico que permite ofrecer una mayor variedad de productos, tales como cuenta vista o cuenta de ahorro, tarjeta de débito y una plataforma web que permite satisfacer las necesidades transaccionales, de consumo e inversión de sus clientes. El lanzamiento de estos productos al mercado se ha realizado de manera paulatina desde el año 2017. Asimismo, los clientes pueden optar por una amplia gama de seguros de bienes raíces, automotrices, personales y de garantía, asociada a los productos vendidos.¹²

¹¹ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

¹² Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

Cuadro 4: Stock colocaciones y N° de tarjetas de crédito con saldo

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Stock de colocaciones (MM\$)	992.55	1.071.39	1.138.07	1.203.29	1.297.43	1.340.31
N° tarjetas con saldo (miles)	4	7	3	8	8	8
	1.807	1.767	1.791	1.844	1.827	1.715

Fuente: Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

3.2.3. Segmento Inmobiliario

En el año 1999, se inauguró Mall Marina Arauco, el primer centro comercial de la sociedad Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. y en el año 2006 se inauguró también el centro comercial Mall del Centro Curicó. El 29 de marzo de 2016, Ripley decidió ejercer la opción de adquirir el 16,67% de la propiedad de Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. a Cencosud. De este modo, Ripley y Parque Arauco tienen cada uno, el 50% de la participación 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 Bío Bío, Mall Plaza Iquique, Mall Plaza Egaña, Mall Plaza Copiapó, Mall Plaza Los Domínicos y Mall Plaza Arica. En octubre de 2012, se inauguró el Mall del Centro de Concepción, un centro comercial 100% de propiedad de Ripley que cuenta con 36.700 m² de superficie arrendable, los cuales incluyen la torre de oficinas inaugurada durante el año 2017. Dicho centro comercial fue vendido en agosto de 2019, a Inmobiliaria Viña del Mar S.A. Al cierre de 2019, la participación de Ripley en el segmento inmobiliario en Chile se da a través de las ya mencionadas asociadas. En Perú, a partir del año 2007, Ripley ingresó en el negocio de construcción, administración y explotación de centros comerciales, 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 la propiedad, pertenecía a Mall Plaza.¹³

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 de los que dicha sociedad era propietaria, quedando Ripley como dueño de los centros comerciales en Santa Anita y Arequipa y de dos proyectos. De esta forma, la compañía continuará desarrollando en forma independiente el negocio de centros comerciales en Perú, a través de la subsidiaria creada con este fin, Mall Aventura S.A., con una estructura simplificada y de control directo. Actualmente, Mall Aventura S.A. tiene dos centros comerciales en funcionamiento, el primero ubicado en Arequipa, al sur de Lima, inaugurado en diciembre de 2010 y cuya expansión entró en operación durante el año 2018; y el segundo en Santa Anita, Lima, inaugurado en agosto de 2012 y cuya expansión entró en operación en noviembre de 2019. Dicha expansión aportó 32.959 m² de GLA, enfocado en posicionar al Mall en un referente del *retailtainment*, con una oferta amplia de entretenimiento y servicios. Sumado a los malls operativos, actualmente existen tres centros comerciales en periodo de construcción: el primero en el departamento de Chiclayo (cuyas obras a esta fecha ya finalizaron), el segundo en la ciudad de Iquitos, departamento de Loreto, y el tercero en el distrito de San Juan de Lurigancho, departamento de Lima. Dada la situación actual producto de la crisis sanitaria, Ripley Corp paralizó temporalmente la construcción de estos últimos 2 centros.¹⁴ Cuando dichos centros comerciales entren en operación, aportarán en total

¹³ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

¹⁴ <https://www.america-retail.com/peru/peru-ripley-paraliza-la-construccion-de-nuevos-centros-comerciales/>

160.300 m² de área arrendable, alcanzando 321.801 m² de área arrendable consolidada, posicionando a Mall Aventura como un operador importante en la industria.¹⁵

Cuadro 5: Superficie arrendable negocio inmobiliario Chile

Chile	Sociedad	Superficie	Propiedad	Apertura
Mall Centro de Concepción	Inmob. Mall Viña del Mar S.A.	36.700	50,00%	2012
Marina Arauco	Inmob. Mall Viña del Mar S.A.	82.900	50,00%	1999
Mall del Centro de Curicó	Inmob. Mall Viña del Mar S.A.	53.700	50,00%	2006
Mall Plaza Sur	Nuevos Desarrollos S.A.	77.300	22,50%	2008
Mall Plaza Alameda	Nuevos Desarrollos S.A.	61.700	22,50%	2008
Mall Plaza Mirador Bío Bío	Nuevos Desarrollos S.A.	45.300	22,50%	2012
Mall Plaza Iquique	Nuevos Desarrollos S.A.	25.200	21,00%	2013
Mall Plaza Egaña	Nuevos Desarrollos S.A.	95.500	22,50%	2013
Mall Plaza Copiapó	Nuevos Desarrollos S.A.	42.200	22,50%	2014
Mall Plaza Los Domínicos	Nuevos Desarrollos S.A.	94.300	22,50%	2017
Mall Plaza Arica	Nuevos Desarrollos S.A.	33.500	22,50%	2018
Total Chile		651.300		
Total Chile Ponderado		193.822		

Fuente: Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

¹⁵ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

Cuadro 6: Superficie arrendable negocio inmobiliario Perú

Perú	Superficie	Propiedad	Apertura
Mall Aventura Arequipa	71.300	100%	2010
Mall Aventura Santa Anita	90.201	100%	2012

Total operación 161.501

Perú - En Construcción	Superficie	Propiedad	Apertura
Mall Aventura Chiclayo	48.600	100%	2020
Mall Aventura Iquitos	51.300	100%	2021
Mall Aventura San Juan de Lurigancho	60.400	100%	2021

Total en construcción 160.300

Total Perú 321.801

Fuente: Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

3.3. Información General

3.3.1. Seguros

Ripley Corp, como empresa individual, no posee bienes físicos, por lo que son sus filiales quienes mantienen contratos en compañías aseguradoras para cautelar sus bienes, asegurando edificios, instalaciones, mercaderías, vehículos, almacenamiento, transporte de mercadería y productos para la venta, entre otros. Las pólizas cubren daños por responsabilidad civil, incendio, terrorismo, terremotos, robos, conmoción civil y otros factores de la naturaleza de acuerdo con las prácticas normales de la industria.¹⁶

¹⁶ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

3.3.2. Propiedades e Instalaciones

3.3.2.1. Segmento Retail

Aproximadamente un 78% de las tiendas en Chile son arrendadas, el resto son de propiedad de la compañía. En el caso de Perú, aproximadamente el 83% son arrendadas y el 17% restante son propias. Medido en metros cuadrados, el porcentaje de superficie arrendada a nivel corporativo alcanza el 82%, representando el 83% en Chile y el 80% en Perú. En algunos casos, Ripley arrienda sus tiendas a centros comerciales en los que tiene algún porcentaje de propiedad. Adicionalmente, Ripley es propietaria de los centros de distribución en Chile y en Perú, los cuales poseen una superficie de bodegaje de 62.000 m² y 45.000 m², respectivamente. ¹⁷

3.3.2.2. Segmento Bancario

Banco Ripley cuenta con 113 sucursales y centros de servicio a nivel consolidado. En el caso de Chile, el Banco cuenta con 38 sucursales bancarias y 45 centros de servicios, de las cuales el 82% de las sucursales son arrendadas; mientras que Perú cuenta con 30 sucursales bancarias, de las cuales el 90% son arrendadas. ¹⁸

3.3.2.3. Segmento Inmobiliario

En el segmento inmobiliario, Ripley es dueña de once centros comerciales de forma indirecta en Chile y de dos centros comerciales de forma directa en Perú, así como de tres centros comerciales en construcción en dicho país. En Chile, la compañía participa en las sociedades Nuevos Desarrollos S.A con un 22,5% y en la sociedad Inmobiliaria Viña del Mar S.A, con un 50%. En Perú posee el 100% de propiedad de los centros

¹⁷ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

¹⁸ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

comerciales Mall Aventura Santa Anita, en Lima y Mall Aventura Arequipa, ubicado en la ciudad de igual nombre. Entre estos últimos dos centros comerciales suman una superficie arrendable de aproximadamente 161.500 m². La superficie arrendable de los tres centros comerciales en construcción suma en total 160.300 m².¹⁹

3.3.3. Principales Proveedores y Clientes

No existen proveedores que hayan concentrado en forma individual el 10% o más de las compras efectuadas durante el año 2019. A continuación, se detallan los principales proveedores ordenados por el nivel de compras de inventarios y grado de dependencia de estos para el período comprendido entre el 01 de enero al 31 de diciembre de 2019.

Cuadro 7: Principales proveedores Ripley Corp S.A.

Principales Proveedores	País	Grado de dependencia (%)
Samsung Electronics Chile Ltda.	Chile	5,03%
Lg Electronics Perú S.A.	Perú	2,22%
Lg Electronics Inc. Chile Ltda.	Chile	1,88%
Samsung Electronics Perú S.A.C.	Perú	1,75%
Colchones Rosen S.A.I.C	Chile	1,16%
Intcomex S.A.	Chile	1,12%
Hp Inc. Perú S.R.L.	Perú	1,01%
Hp Inc Chile Comercial Limitada	Chile	0,99%
Adidas Perú S.A.C.	Chile	0,93%
Distribuidora Puig Chile Limitada	Chile	0,90%

Fuente: Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

Por otra parte, no existen clientes que hayan concentrado en forma individual el 10% o más de los ingresos de año 2019.

¹⁹ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

3.4. Entorno de la Industria

3.4.1. Segmento Retail

Durante los últimos años, la industria de retail en el mundo ha experimentado grandes cambios y avances gracias a diversos factores como el crecimiento de la economía, la globalización, la mayor disponibilidad de crédito, el aumento en el consumo, los avances de la tecnología e internet y el *fast fashion*, entre otros. El entorno actual en el cual se desarrolla esta industria es altamente dinámico y competitivo, con altos grados de especialización en diversos rubros, como alimentos, vestuario y electrónica, entre otros. El e-Commerce, la omnicanalidad, digitalización y el creciente uso de smartphones se han transformado en un eje de desarrollo importante para la industria y los consumidores.²⁰

En el caso de Ripley, la compañía opera en Chile y Perú su negocio de retail enfocándose en la venta en tiendas por departamento, tanto en los canales físicos como en los canales digitales. Ripley cuenta con una amplia gama de productos y servicios, que van desde productos electrodomésticos, vestuario, calzado, línea blanca, entre otros. En esta industria existe un alto grado de competencia con actores de diversos tamaños, escala local y regional y en distintos formatos (físicos y digitales). Existen otros retailers de mediana escala con operaciones locales como Hites, La Polar, Johnson, Tricot y Corona en Chile y Oechsle en Perú. Respecto a la participación de mercado en esta industria, Ripley es una de las compañías líderes en Chile, con una participación de aproximadamente 20%. Por otro lado, en Perú, el mercado es más concentrado que en

²⁰ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

Chile, lo que le permite a Ripley ser uno de los dos principales retailers del mercado, con una participación cercana al 36%.²¹

3.4.2. Segmento Bancario

Las instituciones bancarias en Chile y Perú desarrollan sus operaciones en un ambiente de alta competencia y una estricta regulación, teniendo que hacer durante los últimos años, cambios sustanciales en temas de gobierno corporativo, organización interna, administración de riesgos, sistemas de tecnología de información, oferta de productos y servicio al cliente, entre otras.

En ambos países, el desarrollo de esta industria ha sido uno de los factores principales para el crecimiento y mejora en la calidad de vida de las personas. En virtud de lo anterior, la banca se ha visto en la necesidad de encontrar nuevos mecanismos que permitan mejorar la calidad y oportunidad de sus productos y servicios, así como reducir costos y aumentar su eficiencia. En el caso de Ripley, sus bancos en Chile y Perú obtienen la mayor parte de sus ingresos por colocaciones en tarjetas de crédito, asociadas en gran medida a los clientes de las tiendas Ripley. Del mismo modo, los bancos de Ripley cuentan con una red de distribución amplia y eficiente que le otorga ventajas sobre la banca tradicional teniendo, por lo tanto, como principales competidores a otros bancos asociados a retailers que operan de manera similar. En el caso de Chile, según datos de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), a diciembre de 2019, Banco Ripley era el segundo mayor emisor de tarjetas de crédito bancarias (excluidas aquellas de las casas comerciales) con aproximadamente un 18% de participación de

²¹ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

mercado. En Perú, según información de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) para el cierre del año 2019, Banco Ripley era el segundo mayor emisor de tarjetas de crédito bancarias con aproximadamente un 19% de participación de mercado.²²

3.4.3. Segmento Inmobiliario

En este segmento, Ripley participa en la propiedad indirecta de centros comerciales en Chile y propiedad directa en Perú. En Chile, tiene participación del 22,5% de Nuevos Desarrollos S.A. y el 50% de la propiedad de Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A, sociedad que adquirió el 100% del Mall del Centro de Concepción S.A. en agosto de 2019, que hasta ese entonces era el único mall de propiedad de Ripley en Chile. Con esto, Ripley cuenta con 193.822 m² de área arrendable proporcional a su participación.²³

Por otro lado, en Perú es dueño del 100% de la propiedad de Mall Aventura S.A. La participación de mercado de Ripley es aún baja respecto de la industria, en la que existen numerosos operadores de centros comerciales entre los que destacan, por su tamaño y presencia regional, Parque Arauco, Plaza S.A. y Cencosud Shoppings. Ripley cuenta con un total de 161.501 m² de superficie arrendable propia, los cuales se verán aumentados en 160.300 m² al entrar en operación los tres centros comerciales, cuya construcción se encuentra detenida producto de la crisis sanitaria. Con esto, los m² de área arrendable propios se duplicarán con respecto a los que existen hoy en día. ²⁴

²² Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

²³ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

²⁴ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

3.5. Regulación

Los sectores retail, bancario e inmobiliario antes señalados, están regulados por la normativa aplicable en cada país.

En este sentido, al ser Ripley Corp una sociedad anónima abierta, se encuentra principalmente sujeta a la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas, a la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores y a la normativa de la Comisión para el Mercado Financiero (ex SVS). Adicionalmente, de acuerdo con las actividades que realicen sus diversas filiales, les son aplicables las disposiciones de la Ley de Protección al Consumidor, de la Ley General de Bancos, normativa de Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, entre otras. Finalmente, respecto de las filiales extranjeras, éstas son reguladas por la normativa aplicable en cada uno de los países.²⁵

²⁵ Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019

4. ASPECTOS CONTABLES Y FINANCIEROS DE RIPLEY CORP S.A.

4.1. Estado de situación financiera

4.1.1. Principales Activos

Ripley Corp S.A. cuenta con 3 unidades de negocios: retail, bancario e inmobiliario, razón por la cual sus 3 principales activos son el inventario (negocio retail), las cuentas por cobrar (negocio bancario) y las propiedades de inversión (negocio inmobiliario).

La relevancia de los activos antes mencionados sobre el total de activos de la compañía es relativamente estable durante todos los periodos analizados y a junio de 2020 conjuntamente representan un 50,3% de los activos de Ripley Corp.

Cuadro 8: Principales activos de Ripley Corp S.A.

Principales Activos (%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020
Inventario	9,3%	9,3%	9,8%	7,7%	8,4%
Cuentas por cobrar	42,1%	42,5%	42,1%	36,0%	31,60%
Propiedades de inversión	9,1%	8,9%	10,1%	9,4%	10,3%
Total	60,6%	60,7%	62,0%	53,1%	50,3%

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

4.1.1.1. Inventario

Esta cuenta se compone por mercadería disponible para la venta y mercadería en tránsito asociada principalmente al negocio retail (línea blanca, vestuario, electrónica, artículos del hogar, calzado, entre otros). Representa un 8,4% del total de activos a junio de 2020 y es el motor de los ingresos que genera la unidad de negocios retail de Ripley Corp.

Cuadro 9: Inventario de Ripley Corp S.A.

Inventario (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020
Mercadería	8.589	8.642	9.173	8.413	8.878
Mercadería en tránsito	1.034	1.087	1.522	1.605	1.726
Provisión VNR	-102	-132	-162	-168	-231
Total	9.520	9.597	10.532	9.850	10.373

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

4.1.1.2. Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar

Estas cuentas tienen un componente de corto plazo y otro de largo plazo, asociado al crédito otorgado a clientes con un periodo de recuperación inferior (corto plazo) o superior (largo plazo) a 12 meses. Representa un 31,6% del total de activos a junio de 2020 y es el motor de los ingresos que genera la unidad de negocios bancaria de Ripley Corp Su composición está asociada principalmente al uso de tarjetas de crédito por parte de sus clientes, colocaciones en créditos de consumo, vivienda y créditos comerciales.

Cuadro 10: Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes

Cuentas por Cobrar, corrientes (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020
Deudores por operaciones de crédito	23.269	24.974	25.363	25.519	20.456
Deudores varios	1.334	1.017	787	1.421	1.106
Pagos anticipados	1.015	1.143	1.404	1.282	1.570
CxC corrientes por alquiler de propiedades	101	102	107	104	168
Otras cuentas por cobrar	1.056	954	948	1.064	776
Total corriente	26.774	28.190	28.610	29.390	24.076

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

Cuadro 11: Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar, no corrientes

Cuentas por Cobrar, no corrientes (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020
Deudores por operaciones de crédito	16.127	15.706	16.226	16.307	14.710
Deudores varios	78	151	113	132	106
Otras cuentas por cobrar	11	6	109	92	42
Pagos Anticipados	0	0	0	0	0
Total no corriente	16.215	15.864	16.448	16.531	14.858

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

4.1.1.3. Propiedades de Inversión

Las propiedades de inversión corresponden principalmente a terrenos, centros comerciales y construcciones, las que se mantienen para explotarlas en régimen de arriendo, como formato "Mall". Representan un 10,3% del total de activos a junio de 2020 y son el motor de los ingresos que genera la unidad de negocios inmobiliaria de Ripley Corp.

Cuadro 12: Propiedades de Inversión

Propiedades de Inversión (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020
Terrenos arrendados	203	217	232	238	238
Centros comerciales	8.940	9.065	10.550	11.752	12.513
Inmuebles arrendados	167	0	0	0	0
Total	9.311	9.281	10.782	11.990	12.751

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

4.2. Estado de Resultados

4.2.1. Composición de los Ingresos

Cuadro 13: Composición de ingresos Ripley Corp S.A. (MUF)

Ingresos por segmento (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Ingresos retail	44.204	44.971	44.375	43.107	11.778	34.028
Ingresos banco	15.934	16.437	16.459	17.091	7.734	16.200
Ingresos inmobiliarios	527	874	911	820	291	684
Total ingresos	60.665	62.282	61.745	61.018	19.803	50.912

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

Cuadro 14: Composición de ingresos Ripley Corp S.A. (%)

Ingresos por segmento (%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Ingresos retail	72,9%	72,2%	71,9%	70,6%	59,5%	66,8%
Ingresos banco	26,3%	26,4%	26,7%	28,0%	39,1%	31,8%
Ingresos inmobiliarios	0,9%	1,4%	1,5%	1,3%	1,5%	1,3%
Total ingresos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

La composición de los ingresos de Ripley Corp por unidad de negocios es estable durante los periodos analizados, a excepción del primer semestre de 2020, en el cual existe una redistribución de la incidencia de los ingresos del sector retail al sector bancario. A diciembre de 2019, la unidad de negocios retail contribuyó con un 71% del total de ingresos de Ripley Corp, mientras que las unidades de negocios bancaria e inmobiliaria contribuyeron con un 28% y 1% respectivamente. A esa fecha, el total de ingresos de Ripley Corp alcanza a MUF 61.018; registrando una caída de MUF 727 respecto de igual periodo anterior (2,9%). A junio de 2020, producto de la crisis sanitaria y de la estacionalidad de las ventas del retail, la composición de los ingresos de Ripley Corp varió significativamente respecto al cierre de los periodos anteriores. La unidad de negocios retail redujo su ponderación sobre el total de ingresos en 12 puntos en

comparación con el cierre de 2019, mientras que la unidad de negocios bancaria incrementó su ponderación en 11 puntos.

4.2.2. Margen de Contribución

Cuadro 15: Margen de contribución Ripley Corp S.A. por unidad de negocios (MUF)

M. Bruto por segmento (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Margen bruto retail	12.194	11.989	11.741	11.101	2.487	8.247
Margen bruto bancario	9.936	10.123	10.411	9.578	3.321	7.764
Margen bruto inmobiliario	527	874	911	820	291	684
Total margen bruto	22.657	22.986	23.063	21.499	6.099	16.695

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

Cuadro 16: Margen de contribución Ripley Corp S.A. por unidad de negocio (%)

M. Bruto por segmento (%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Margen bruto retail	20,1%	19,2%	19,0%	18,2%	12,6%	16,2%
Margen bruto bancario	16,4%	16,3%	16,9%	15,7%	16,8%	15,2%
Margen bruto inmobiliario	0,9%	1,4%	1,5%	1,3%	1,5%	1,3%
Total margen bruto	37,3%	36,9%	37,4%	35,2%	30,8%	32,8%

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

Con excepción del primer semestre de 2020, el margen de contribución de las 3 unidades de negocios de Ripley Corp es relativamente estable en los periodos analizados, pese a que se observa una caída de 1,9 puntos en el sector retail entre 2016 y 2019. Este sector aportó un margen de contribución del 18,2% a diciembre de 2019, siendo la unidad de negocios más rentable en términos de margen bruto para Ripley Corp. Las unidades de negocios bancaria e inmobiliaria aportaron un margen de contribución del 16,8% y 1,5% en ese mismo periodo. A junio de 2020, la unidad de negocios retail muestra una importante caída de 5,6 puntos en su margen de contribución respecto al cierre de 2019, pasando de un margen del 18,2%, a sólo 12,6% en el primer semestre de 2020.

4.2.3. Resultado y Margen Operacional

Cuadro 17: Resultado y margen operacional Ripley Corp S.A.

Ripley Corp S.A.	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Resultado operacional (MUF)	2.452	2.800	2.764	1.251	-1.877	-1.823
Margen operacional (%)	4,0%	4,5%	4,5%	2,0%	-9,5%	-3,6%

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

El margen operacional de Ripley Corp se muestra relativamente estable durante los periodos 2016, 2017 y 2018, promediando un 4,3%, pero registra una fuerte caída de 2,5 puntos entre 2018 (4,5%) y 2019 (2,0%). Esta caída se explica principalmente por el menor margen de contribución aportado por cada una de las 3 unidades de negocios, así como también por el incremento de 0,3 puntos en la incidencia de los gastos de administración y ventas sobre los ingresos de Ripley Corp. Esta situación se acentúa aún más a junio de 2020, periodo en el cual la compañía presenta pérdidas operacionales por MUF 1.877, con un margen operacional negativo en 9,5 puntos. Lo anterior se explica tanto por la caída del margen bruto, como también por la drástica disminución del nivel de ingresos de Ripley Corp, que implicó que la incidencia de los gastos de administración y ventas sobre el total de ingresos pasase de un 33,2% al cierre de 2019, a un 40,3% a junio de 2020.

4.2.4. Gastos Financieros

Cuadro 18: Gastos financieros Ripley Corp S.A.

Ripley Corp S.A.	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Gastos financieros (MUF)	-775	-834	-772	-1.307	-684	-1.337
Incidencia sobre ingresos (%)	1,3%	1,3%	1,3%	2,1%	3,5%	2,6%

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

Los gastos financieros consumen en promedio un 29,8% del resultado operacional de Ripley Corp en los años 2016 (31,6%), 2017 (29,8%) y 2018 (27,9%), sin embargo, para el año 2019, el resultado operacional de la compañía (MUF 1.251) no es suficiente para cubrir sus gastos financieros (MUF 1.307). Lo anterior se explica por el menor resultado operacional del periodo, así como también por el incremento en los gastos financieros, que pasaron de MUF 772 en 2018 a MUF 1.307 en 2019. A junio de 2020 el escenario ya es aún más desfavorable, dado que la compañía muestra pérdidas operacionales por MUF 1.877 y gastos financieros por MUF 684.

4.2.5. Participación en otras sociedades

Cuadro 19: Participación en ganancias (pérdidas) de asociadas (MUF)

Participación en asociadas (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Inmobiliaria Mall Viña Del Mar S.A.	373	435	375	275	15	136
Nuevos Desarrollos S.A.	413	931	632	725	-10	612
Woodfell International Corp	29	29	1	0	0	0
Aventura Plaza S.A.	81	0	0	0	0	0
Total	896	1.395	1.008	1.000	6	748

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

Cuadro 20: Incidencia participación en ganancias (pérdidas) de asociadas (%)

Participación en asociadas (%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Inmobiliaria Mall Viña Del Mar S.A.	0,6%	0,7%	0,6%	0,5%	0,1%	0,3%
Nuevos Desarrollos S.A.	0,7%	1,5%	1,0%	1,2%	-0,1%	1,2%
Woodfell International Corp	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aventura Plaza S.A.	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Incidencia sobre ingresos (%)	1,5%	2,2%	1,6%	1,6%	0,0%	1,5%

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

La participación de Ripley Corp S.A. en otras sociedades es un aporte importante a sus resultados. Estas participaciones aportaron en 2016, 2017, 2018 y 2019 un 20,6%,

43,6%, 39,9% y 28,2% del resultado neto de la compañía, respectivamente. A junio de 2020 su incidencia sobre el resultado neto cae y su aporte a este fue de sólo MUF 6, en línea con los efectos de la pandemia. Cabe destacar que dichos resultados provienen de la participación de Ripley Corp en un 22,5% sobre Nuevos Desarrollos S.A. y en un 50% sobre Inmobiliaria Viña Del Mar S.A.

4.2.6. Depreciación y Amortización

Cuadro 21: Depreciación y amortización

Ripley Corp S.A.	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Depreciación y Amortización (MUF)	1.491	1.472	1.514	2.350	1.192	2.377
Incidencia sobre ingresos (%)	2,5%	2,4%	2,5%	3,9%	6,0%	4,7%

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

La depreciación y amortización de activos de Ripley Corp S.A. aportan parte importante del Ebitda de la compañía, representando en promedio un 35,9% de este en los años 2016 (37,8%), 2017 (34,5%) y 2018 (35,4%). En 2019 esta razón se dispara a un 65,3%, lo cual se explica tanto por la mayor depreciación y amortización del periodo, así como también por el menor Ebitda alcanzado en comparación con los años anteriores. A junio de 2020 la depreciación y amortización alcanza a MUF 1.192 y la compañía presenta un Ebitda negativo por MUF 685.

4.3. Estado de Flujo de Efectivo

Cuadro 22: Resumen Estado de Flujo de Efectivo Ripley Corp S.A. (MUF)

EFE Ripley Corp S.A. (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Flujos de efectivo netos activ. de operación	2.727	3.795	3.333	4.211	-1.114	2.232
Flujos de efectivo netos activ. de inversión	-	-359	-52	3.644	-244	3.587
Flujos de efectivo netos activ. de financiación	-786	-	-	-	4.209	902
Incremento neto en el efectivo y equivalentes	-	622	812	3.862	2.852	6.722
Efectos de la variación en la tasa de cambio	1.598	-110	111	146	82	225
Incremento neto de efectivo y equivalentes	3	512	922	4.008	2.934	6.946
Efectivo y equivalentes al principio del período	1.596	4.923	5.508	6.261	10.130	5.961
Efectivo y equivalentes al final del período	5.007	5.435	6.430	10.269	13.064	12.908

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

Ripley Corp generó flujos netos positivos procedentes de su operación entre los años 2016 y 2019. A junio de 2020 dicha situación se revierte, ya que el flujo neto de las actividades de la operación de Ripley Corp fue negativo. Para financiar ese déficit operacional e incrementar sus niveles de efectivo, la compañía levantó recursos a través de préstamos de corto y largo plazo y redujo sus niveles de inversión. Lo anterior permitió a Ripley Corp contar con MUF 13.064 en efectivo y equivalentes a junio de 2020, considerando que ya mantenía MUF 10.269 en efectivo y equivalentes al cierre de 2019. Es importante destacar que, pese a que Ripley Corp destinó efectivo a compra de PPE y otros activos al cierre de 2019, recibió MUF 5.198 producto de la pérdida de control de subsidiarias asociado a la venta de Mall del Centro de Concepción S.A. a Inmobiliaria Mall Viña Del Mar S.A., la cual explica la fuerte variación en sus niveles de efectivo y equivalentes entre 2018 y 2019.

4.4. Ratios

Cuadro 23: Indicadores de liquidez

Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	30-06-2020
Capital de Trabajo (MUF)	180	7.796	6.718	5.446	1.707
Razón Corriente (veces)	1,0	1,2	1,1	1,1	1,0
Test Ácido (veces)	0,8	1,0	0,9	0,9	0,8

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A.

La compañía presenta indicadores de liquidez con tendencia a la baja desde el año 2017. A junio de 2020 su razón corriente es de 1,0 vez, lo cual le permite cancelar sus obligaciones de corto plazo con sus activos de corto plazo en forma ajustada. Al aplicar el test ácido su liquidez cae a 0,8 veces, producto de la relativamente alta importancia del inventario sobre el total de activos corrientes, representando un 19,3% de estos a junio de 2020.

Cuadro 24: Indicadores de endeudamiento

Ratios de endeudamiento	2016	2017	2018	2019	LTM
Leverage Total (veces)	2,0	1,9	2,0	2,5	2,6
Leverage Financiero (veces)	1,5	1,5	1,5	1,9	2,1
Deuda a activos (veces)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Deuda CP a Deuda Total (veces)	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Deuda Financiera / Ebitda (veces)	12,8	12,1	12,5	19,2	-
Deuda Financiera Neta / Ebitda (veces)	10,6	10	10,2	15,4	-
Cobertura de gastos financieros (veces)	3,2	3,4	3,6	1	-2,7

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A.

Ripley Corp presenta indicadores de endeudamiento con tendencia al alza desde el año 2017. Hasta 2019, lo anterior es explicado por el mayor porcentaje de crecimiento en sus pasivos totales en comparación el porcentaje de crecimiento del patrimonio, sin embargo, a junio de 2020 (LTM) cobra relevancia también el debilitamiento patrimonial

a raíz de las pérdidas netas de la compañía durante el primer semestre del año. Cabe destacar que en el año 2019 entro en rigor la NIIF 16, lo cual también es causa del fuerte incremento en sus indicadores de endeudamiento, a raíz de que se consideraron los pasivos por arrendamiento como pasivos financieros.

Cuadro 25: Indicadores de rentabilidad

Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019	LTM
Margen bruto (%)	37,3%	36,9%	37,4%	35,2%	30,8%
Margen operacional (%)	4,0%	4,5%	4,5%	2,0%	-9,5%
Margen neto (%)	7,2%	5,1%	4,1%	5,8%	-10,0%
Margen Ebitda (%)	6,5%	6,9%	6,9%	5,9%	-3,5%
ROE (%)	12,8%	9,1%	7,0%	9,7%	2,2%
ROA (%)	4,3%	3,1%	2,4%	2,8%	0,6%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A.

En términos de margen bruto y margen operacional, Ripley Corp muestra indicadores de rentabilidad relativamente estables hasta el año 2019, sin embargo, en 2019 así como también en términos de LTM, estos se contraen significativamente por los efectos del estallido social iniciado en octubre y por los efectos de la pandemia. Por otra parte, el fuerte incremento en el margen neto del año 2019 respecto al cierre de 2018 se explica por la venta del Mall del Centro de Concepción a Inmobiliaria Viña del Mar S.A., la cual aportó una utilidad por venta de MUF 2.599.

Cuadro 26: Indicadores de actividad

Ratios de actividad	2016	2017	2018	2019	LTM
Rotación de cuentas por cobrar (veces)	2,3	2,2	2,2	2,1	2,5
Permanencia de cuentas por cobrar (días)	161	167	169	176	145
Rotación de inventario (veces)	4	4,1	3,7	4	3,3
Permanencia de inventario (días)	91	89	99	91	111
Rotación de cuentas por pagar (veces)	2,9	3,2	3	3,2	4,2
Permanencia de cuentas por pagar (días)	124	115	122	114	87
Rotación de activos (veces)	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A.

Ripley Corp presenta indicadores de actividad relativamente estables entre 2016 y 2019, con un ciclo de caja desfavorable de 142 días en promedio. A junio de 2020, su ciclo de caja se dispara a 168 días, lo cual podría explicar en parte el fuerte incremento en sus pasivos financieros durante el primer semestre de 2020, con el objetivo de financiar el mayor descalce en su operación.

5. FINANCIAMIENTO Y ESTRUCTURA DE CAPITAL DE RIPLEY CORP S.A.

5.1. Fuentes y Evolución del Financiamiento

Las principales fuentes de financiamiento de Ripley Corp S.A. son: deuda financiera (préstamos con instituciones financieras, emisión de bonos, depósitos y captaciones) y patrimonio.

5.1.1. Deuda Financiera

Conjuntamente, los pasivos financieros financian un 58,7% del total de activos de Ripley Corp S.A a junio de 2020. La composición de estos pasivos durante los periodos analizados es la siguiente:

Cuadro 27: Detalle deuda financiera histórica, corriente

Deuda financiera, corriente (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020
Prestamos con entidades financieras	7.522	2.508	3.367	491	5.877
Obligaciones con el público	1.900	123	1.666	3.973	3.101
Arrendamiento financiero	333	327	256	0	0
Pasivos de cobertura y derivados financieros	21	44	44	95	96
Depósitos y otras obligaciones a la vista	176	277	625	1.120	1.609
Depósitos y otras captaciones a plazo	22.580	23.749	22.290	26.043	26.490
Instrumentos de deuda emitidos	1.068	980	1.122	1.380	1.979
Otras obligaciones financieras	466	330	476	956	1.120
Pasivos por arrendamiento	0	0	0	1.032	1.083
Total corriente	34.065	28.338	29.846	35.090	41.355

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

Cuadro 28: Detalle deuda financiera histórica, no corriente

Deuda financiera, no corriente (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020
Prestamos con entidades financieras	4.533	3.168	2.294	1.808	1.906
Obligaciones con el público	4.923	14.686	14.598	12.218	10.686
Arrendamiento financiero	1.448	886	533	0	0
Pasivos de cobertura y derivados financieros	0	17	109	143	252
Depósitos y otras captaciones a plazo	2.846	1.558	2.720	3.519	1.553
Instrumentos de deuda emitidos	1.400	1.532	1.280	1.392	1.223
Otras obligaciones financieras	1.386	1.675	1.944	2.338	2.515
Pasivos por arrendamiento	0	0	0	12.689	12.938
Total no corriente	16.536	23.521	23.479	34.107	31.073

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

Cabe destacar que los pasivos por arrendamiento surgen en el año 2019 luego de implementada la normativa contable NIIF 16.

Cuadro 29: Bonos Ripley Corp S.A. al 30 de junio de 2020

Antecedentes	Bono BRPLC-D	Bono BRPLC-F	Bono BRPLC-H	Bono BRPLC-J
Bono	D	F	H	J
Nemotécnico	BRPLC-D	BRPLC-F	BRPLC-H	BRPLC-J
Fecha de emisión	15-10-2016	15-10-2016	01-09-2017	01-09-2017
Valor nominal (VN o D)	2.000.000	2.000.000	1.000.000	2.000.000
Moneda	UF	UF	UF	UF
Tipo de colocación	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de vencimiento	15-10-2021	15-10-2037	01-09-2022	01-09-2038
Tipo de bono	Bullet	Francés	Bullet	Francés
Tasa cupón (kd)	2,00%	2,80%	2,40%	3,40%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de pagos (N)	10	42	10	42
Clasificación de riesgo	A+, Feller Rate	A+, Feller Rate	A+, Feller Rate	A+, Feller Rate
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	2,45%	3,49%	2,55%	3,30%
Valor de mercado	92,83	81,64	91,47	86,15

Fuente: RiskAmerica

Cuadro 30: Bonos Banco Ripley S.A. al 30 de junio de 2020

Antecedentes	Bono BRPL-M0717	Bono BRPL-N0717	Bono BRPL-P0717	Bono BRPL-Q0618	Bono BRPL-S0618
Bono	M0717	N0717	P0717	Q0618	S0618
Nemotécnico	BRPL-M0717	BRPL-N0717	BRPL-P0717	BRPL-Q0618	BRPL-S0618
Fecha de emisión	15-07-2017	15-07-2017	15-07-2017	01-06-2018	01-06-2018
Valor nominal (VN o D)	26.500.000.000	500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000
Moneda	CLP	UF	UF	UF	UF
Tipo de colocación	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de vencimiento	15-07-2020	15-07-2020	15-07-2022	01-06-2023	01-06-2021
Tipo de bono	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa cupón (kd)	4,00%	1,40%	1,90%	1,90%	1,70%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de pagos (N)	6	6	10	10	6
Clasificación de riesgo	A+, Feller Rate				
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	4,40%	1,92%	1,97%	1,80%	1,74%
Valor de mercado	100,06	99,87	97,96	96,03	98,9

Fuente: RiskAmerica

Cuadro 31: Bonos Ripley Chile S.A. al 30 de junio de 2020

Antecedentes	Bono BRPLY-E
Bono	E
Nemotécnico	BRPLY-E
Fecha de emisión	10-06-2009
Valor nominal (VN o D)	1.000.000
Moneda	UF
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	10-06-2030
Tipo de bono	Francés
Tasa cupón (kd)	5,00%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Clasificación de riesgo	A+, Feller Rate
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	5,04%
Valor de mercado	114,17

Fuente: RiskAmerica

5.1.2. Patrimonio**Cuadro 32: Composición histórica del patrimonio**

Patrimonio Ripley Corp S.A. (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020
Capital emitido	7.738	7.608	7.396	7.201	7.104
Ganancias acumuladas	19.915	22.125	22.184	21.967	19.660
Primas de emisión	6.168	6.064	5.895	5.740	5.663
Otras reservas	153	-547	443	1.599	1.882
Patrimonio atribuible a propietarios	33.974	35.250	35.918	36.507	34.309
Participaciones no controladoras	11	11	11	4	6
Total patrimonio	33.985	35.261	35.929	36.512	34.315

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

El patrimonio contable de Ripley Corp presenta una tendencia creciente entre los años 2016 y 2019. En los años 2016, 2017 y 2018 financió un 33,3%, 34,0% y 33,5% del total de activos de la compañía, respectivamente. Al cierre de 2019 y a junio de 2020 sólo financia un 28,6% y 27,8% de estos, respectivamente. La política de dividendos de la

compañía es la siguiente: “distribuir dividendos mínimos obligatorios establecidos por los estatutos y la ley, u otros dividendos que los accionistas acuerden en cada junta, los que se pagaran en las fechas que se determine, destinando el resto a la constitución o incremento de reservas para futuros dividendos. Asimismo, y para el caso que exista disponibilidad de caja y la marcha de los negocios lo permitan, el directorio podrá acordar la distribución de dividendos provisorios con cargo a las utilidades del ejercicio a ser distribuidas durante el último trimestre del año.”²⁶

Cuadro 33: Patrimonio económico

Patrimonio Económico	2016	2017	2018	2019	30-06-2020
Número de acciones (*)	1.936.052.298	1.936.052.298	1.936.052.298	1.936.052.298	1.936.052.298
Precio acción (\$)	399	668	577	337	267
Patrimonio económico (MUF)	29.343	48.279	40.542	23.061	18.014

(*) Serie única

Fuente: Elaboración propia

²⁶ CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

5.2. Estructura de Capital

Cuadro 34: Estructura de capital Ripley Corp S.A.

Estructura de Capital Histórica	2016	2017	2018	2019	30-06-2020
Deuda Financiera (MUF)	50.601	51.859	53.325	69.198	72.428
Patrimonio Contable (MUF)	33.985	35.261	35.929	36.512	34.315
N° de acciones (u)	1.936.052.298	1.936.052.298	1.936.052.298	1.936.052.298	1.936.052.298
P de la acción (\$)	399,33	668,26	577,24	337,21	267
Patrimonio a Mercado (MUF)	29.343	48.279	40.542	23.061	18.014
Market to Book Value (veces)	0,9	1,4	1,1	0,6	0,5
Enterprise Value (MUF)	79.944	100.138	93.867	92.259	90.442
Estructura de Capital (B/P)	1,72	1,07	1,32	3	4,02
Estructura de Capital (B/V)	0,63	0,52	0,57	0,75	0,8
Estructura de Capital (P/V)	0,37	0,48	0,43	0,25	0,2

Fuente: Elaboración propia

A partir del cuadro anterior, en el que se muestra la estructura de capital que ha mantenido Ripley Corp durante los periodos analizados, se puede apreciar que en los años 2019 y al 30 de junio de 2020, esta escapa de la mantenida por la compañía durante los 2 periodos anteriores (2017 y 2018). Esto se explica por el sostenido incremento en su deuda financiera, acompañado de un fuerte deterioro en su patrimonio económico en esos años, lo cual guarda relación con la caída del precio de la acción por el deficiente desempeño del retail durante 2019 y 2020 a raíz el estallido social iniciado en octubre y la posterior crisis sanitaria que se desencadenó a inicios de 2020. Por esta razón, para efectos de la estimación de la estructura de capital objetivo de Ripley Corp, se ha excluido del análisis los indicadores de cierre de 2019 y al 30 de junio de 2020, con el objetivo de considerar únicamente aquellos indicadores de periodos de “auge”

económico, en los cuales la compañía tenía más posibilidades de haber sido capaz de respetar su estructura de capital objetivo.

Por lo antes mencionado, es posible estimar que la estructura de capital objetivo de Ripley Corp es la mostrada en el siguiente recuadro:

Cuadro 35: Estructura de capital objetivo Ripley Corp S.A.

Estructura de Capital Objetivo	Veces
Estructura de Capital (B/P)*	1,34
Estructura de Capital (B/V)*	0,57
Estructura de Capital (P/V)*	0,43

Fuente: Elaboración propia

6. ASPECTOS CONTABLES Y FINANCIEROS DE RIPLEY CORP S.A.

6.1. Estimación del Beta Patrimonial mediante el Modelo de Mercado

En esta sección se realizará la estimación del beta patrimonial de Ripley Corp S.A. mediante el Modelo de Mercado.

El Modelo de Mercado se define de la siguiente manera:

$$R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

Donde,

$R_{t,i}$: Retorno semanal de Ripley Corp S.A. en logaritmo natural

β : Beta patrimonial de Ripley Corp S.A.

$R_{t,m}$: Retorno semanal del IGPA en logaritmo natural

$\varepsilon_{t,i}$: Coeficiente que absorbe los errores de estimación

Al realizar la regresión de los retornos semanales para periodos bianuales comprendidos entre julio de 2015 y junio de 2020 utilizando el Modelo de Mercado antes detallado, se obtienen los siguientes betas patrimoniales apalancados para Ripley Corp S.A.

Cuadro 36: Beta patrimonial Ripley Corp S.A.

Ítem / Año	30-06-2017	30-06-2018	30-06-2019	30-06-2020
Beta	0,88	1,42	1,51	1,54
P Value	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
N° de Observaciones	105	105	104	104
R ²	9,5%	35,2%	45,9%	64,7%

Fuente: Elaboración propia en base a precios históricos obtenidos de Bloomberg.

A partir del recuadro anterior, se aprecia a junio de 2018, 2019 y 2020, Ripley Corp ha mantenido un beta patrimonial relativamente estable y sobre la unidad. Esto implica que

las acciones de Ripley Corp amplifican los movimientos del portafolio de mercado, definido como el IGPA.

El beta patrimonial obtenido al 30 de junio de 2020 (1,54) a partir de la regresión de los retornos realizada para el periodo comprendido entre julio de 2018 y junio de 2020, es significativo, sin embargo, se consideró que el riesgo sistémico de la industria en la que compete Ripley Corp puede no ser un fiel reflejo del beta de una única compañía, sobre todo considerando el escenario social en el que se encontraba Chile y el escenario económico mundial producto de la crisis sanitaria. Por esta razón, se consideró que dicho riesgo sistémico ($\beta_p^{S/D}$) sería capturado de mejor manera a partir de empresas comparables, tales como: Falabella, Cencosud, Hites, Tricot y La Polar. Es por esto que el beta patrimonial que será utilizado para el cálculo del costo patrimonial de la compañía, será extraído de dichas empresas a través del método de Hamada y no se utilizará en los cálculos que siguen aquel obtenido mediante el modelo de mercado.

6.2. Estimación del costo de capital promedio ponderado Ripley Corp S.A.

En esta sección se determinará el costo de capital promedio ponderado de Ripley Corp S.A., que será utilizado como tasa de descuento de los flujos de caja libres proyectados, a fin de obtener el valor de la compañía.

6.2.1. Datos de mercado

A continuación, se muestran los datos de mercado al 30 de junio de 2020, los cuales serán utilizados posteriormente para efectos del cálculo de los distintos componentes de la ecuación a partir de la cual se obtendrá el costo de capital promedio ponderado (WACC) de Ripley Corp S.A.

$$r_f = 0,13\%^{27}$$

$$PRM = 5,23\%^{28}$$

$$t_c = 0,27\%^{29}$$

Por otra parte, se utilizó la Prima por Riesgo de Mercado (PRM) de Estados Unidos, ya que el riesgo país está incorporado en la tasa libre de riesgo elegida.

6.2.2. Costo de la deuda (K_b)

Se considerará que el costo de la deuda de Ripley Corp a la fecha de valorización corresponde a la TIR al 30 de junio de 2020 del bono más extenso en términos de plazo hasta el vencimiento.

Según se mostró en el cuadro 29 del presente informe, que contiene el detalle de los bonos vigentes de Ripley Corp S.A. al 30 de junio de 2020, el bono más extenso de la empresa a esa fecha era el BRPLC-J, cuyas características a la fecha de emisión fueron las siguientes:

²⁷ BCU-30 al 30 de junio de 2020.

²⁸ Premio por riesgo de mercado para Estados Unidos al 30 de junio de 2020. Fuente: Damodaran.

²⁹ Tasa de impuestos corporativa para Chile la cual rige desde 2018.

Cuadro 37: Antecedentes del bono más extenso de Ripley Corp S.A.

Antecedentes	Bono BRPLC-J
Bono	J
Nemotécnico	BRPLC-J
Fecha de emisión	01-09-2017
Valor nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	01-09-2038
Tipo de bono	Francés
Tasa cupón (kd)	3,3982%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Clasificación de riesgo	A+, Feller Rate
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	3,30%
Valor de mercado	86,15

Fuente: RiskAmerica

De acuerdo con información obtenida de RiskAmerica, considerando como fecha base el 30 de junio de 2020, la fecha de la última transacción del Bono BRPLC-J fue el día 16 de junio de 2020, con una TIR del 5%. A partir de información obtenida de esa misma fuente, la última valorización del bono realizada por RiskAmerica fue precisamente el 30 de junio de 2020, en la cual se determinó una TIR del 4,92%, por lo tanto, esta será la tasa que se considerará como el costo de la deuda de Ripley Corp S.A. a la fecha de la valorización.

$$K_b = 4,92\%$$

6.2.3. Beta de la deuda (β_d)

El beta de la deuda es otro de los componentes requeridos para la determinación del costo de capital promedio ponderado. Se asumirá un beta de la deuda igual a cero y se utilizará el método de Hamada para efectos de cálculo del beta patrimonial sin y con deuda.

$$\beta_d = 0$$

6.2.4. Beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Previo el cálculo de la tasa WACC, la cual se determina en base a la estructura de capital objetivo definida por la compañía, se utilizará la fórmula de Hamada (1969) para desapalancar el beta de cada una de las empresas comparables según su propia estructura de capital.

La razón por la cual se utilizará la fórmula de Hamada (1969) y no la de Rubinstein (1973) para efectos de desapalancar el beta patrimonial, es el hecho de que la deuda de las empresas comparables al 30 de junio de 2020 se asumió libre de riesgo ($\beta_d = 0$). Cabe destacar que el método de Hamada es un caso particular del método de Rubinstein en el cual el beta de la deuda es igual a cero.

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right]$$

Donde,

$\beta_p^{C/D}$: Beta patrimonial con deuda

$\beta_p^{S/D}$: Beta desapalancado o sin deuda

$\frac{B}{P}$: Estructura de capital promedio histórica

β_d : Beta de la deuda

t_c : Tasa de impuestos corporativa

De esta manera, utilizando datos de Capital IQ respecto a las empresas comparables antes detalladas, se obtiene el siguiente recuadro:

Cuadro 38: Datos de empresas comparables (\$)

Empresas Comparables	Valor Libro de la Deuda Neta (B)	Valor de Mercado Patrimonio (P)	Enterprise Value (V)	B/V	P/V	País	Tc	Levered Equity 5Y Beta	$\beta_p^{S/D}$ (Hamada)
Ripley Corp S.A.	1.683.487	516.926	2.200.413	76,5%	23,5%	Chile	27%	1,15	0,34
Falabella S.A.	5.021.951	6.522.996	11.544.947	43,5%	56,5%	Chile	27%	0,96	0,61
Cencosud S.A.	3.103.927	3.283.255	6.387.182	48,6%	51,4%	Chile	27%	0,69	0,41
Empresas Hites S.A.	213.745	50.425	264.170	80,9%	19,1%	Chile	27%	1,81	0,44
Empresas Tricot S.A.	53.181	214.355	267.536	19,9%	80,1%	Chile	27%	1,49	1,26
Empresas La Polar S.A.	176.238	28.069	204.307	86,3%	13,7%	Chile	27%	0,97	0,17
Promedio	1.713.808	2.019.820	3.733.628	56%	44%	-	27%	1,18	0,58

Fuente: Elaboración propia en base a información de Capital IQ

A partir del recuadro anterior, es posible inferir que el beta desapalancado promedio (riesgo sistémico) de las empresas comparables Falabella, Cencosud, Hites, Tricot y La Polar, es de 0,58 veces.

$$\beta_p^{S/D} = 0,58$$

6.2.5. Beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{C/D}$)

A continuación, se apalancará el beta patrimonial sin deuda obtenido previamente, a la estructura de capital objetivo de Ripley Corp S.A., la cual consiste en mantener una razón $\frac{B}{P} = 1,37$. Utilizando nuevamente la fórmula de Hamada para efectuar este apalancamiento, bajo el supuesto de que la deuda de Ripley Corp es libre de riesgo, se tiene que:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right]$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,58 * [1 + (1 - 0,27) * (1,34)]$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,15$$

6.2.6. Costo patrimonial (K_p)

Para determinar el costo patrimonial de Ripley Corp S.A. se utilizará el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que se define de la siguiente manera:

$$K_p = r_f + \beta_p^{C/D} * PRM$$

Donde,

K_p : Costo patrimonial

r_f : Tasa libre de riesgo

$\beta_p^{C/D}$: Beta de la deuda

PRM: Premio por riesgo de mercado

Por lo tanto, en base a los datos de mercado y al beta patrimonial antes calculado, se tiene que:

$$K_p = 0,0013 + 1,15 * 0,0523$$

$$K_p = 0,0613$$

$$K_p = 6,13\%$$

6.2.7. Costo de capital promedio ponderado (K_{WACC})

$$K_{WACC} = K_p * \left(\frac{P}{V}\right) + K_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V}\right)$$

Donde,

K_{WACC} : Costo de capital promedio ponderado

K_p : Costo patrimonial

$\frac{P}{V}$: Razón patrimonio a *enterprise value* objetivo de Ripley Corp

K_b : Costo de la deuda

t_c : Tasa de impuestos corporativa de largo plazo

$\frac{B}{V}$: Razón deuda financiera a *enterprise value* objetivo de Ripley Corp

$$K_{WACC} = 6,13\% * (0,43) + 4,92\% * (1 - 27\%) * (0,57)$$

$$K_{WACC} = 4,68\%$$

7. ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

7.1. Fuentes de generación de ingresos operacionales

Cuadro 39: Composición de ingresos operacionales de Ripley Corp S.A. (MUF)

	(MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Chile	Retail	28.973	30.145	29.666	27.798	8.113	22.071
	Banco	10.590	10.940	11.336	11.413	4.868	10.461
	Inmobiliario	253	259	269	151	7	34
Perú	Retail	15.383	15.189	14.858	15.466	3.707	12.081
	Banco	5.344	5.497	5.123	5.678	2.866	5.747
	Inmobiliario	291	615	642	668	284	651
Ajustes Consolidado	Retail	-152	-150	-149	-157	-42	-128
	Banco	0	0	0	0	0	0
	Inmobiliario	0	0	0	0	0	0
Consolidado Ripley Corp	Retail	44.204	45.184	44.375	43.107	11.778	34.024
	Banco	15.934	16.437	16.459	17.091	7.734	16.208
	Inmobiliario	545	874	911	820	291	684
	Total Ingresos	60.683	62.495	61.745	61.018	19.803	50.917

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

Cuadro 40: Composición de ingresos operacionales de Ripley Corp S.A. (%)

	(%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Chile	Retail	47,7%	48,2%	48,0%	45,6%	41,0%	43,3%
	Banco	17,5%	17,5%	18,4%	18,7%	24,6%	20,5%
	Inmobiliario	0,4%	0,4%	0,4%	0,2%	0,0%	0,1%
Perú	Retail	25,4%	24,3%	24,1%	25,3%	18,7%	23,7%
	Banco	8,8%	8,8%	8,3%	9,3%	14,5%	11,3%
	Inmobiliario	0,5%	1,0%	1,0%	1,1%	1,4%	1,3%
Ajustes Consolidado	Retail	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,2%	-0,3%
	Banco	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Inmobiliario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Consolidado Ripley Corp	Retail	72,8%	72,3%	71,9%	70,6%	59,5%	66,8%
	Banco	26,3%	26,3%	26,7%	28,0%	39,1%	31,8%
	Inmobiliario	0,9%	1,4%	1,5%	1,3%	1,5%	1,3%
	Total Ingresos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

A partir de los cuadros anteriores, es posible apreciar la existencia de una tendencia estable en la composición de los ingresos de Ripley Corp por unidad de negocios para los periodos 2016, 2017 y 2018, sin embargo, esta estabilidad cambia marginalmente en el año 2019 y en forma abrupta a junio de 2020. La unidad de negocios retail es la de mayor preponderancia en el total de ingresos operacionales de Ripley Corp, representando en promedio, un 72,3% de estos entre los años 2016 y 2018. En 2019 se aprecia una caída de 1,7 puntos en la ponderación de ingresos provenientes de este sector respecto al promedio de la ponderación de los últimos 3 periodos (72,3%), lo cual puede ser explicado por el estallido social iniciado en octubre de 2019, que afectó las ventas del retail a nivel nacional. Por otra parte, a junio de 2020 la ponderación del retail sobre el total de ingresos de Ripley Corp es de un 59,5%, lo que representa una caída 12,8 puntos respecto al promedio de las ponderaciones de los años 2016, 2017 y 2018. Esta abrupta caída puede se explica en parte por la estacionalidad de los ingresos del

retail, los cuales se concentran en el segundo semestre de cada año, producto de alza en ventas que conllevan fechas tales como navidad y año nuevo, así como también por la crisis sanitaria, que ha implicado que parte de las tiendas de Ripley retail hayan permanecido cerradas tanto en Chile como en Perú. A raíz de la caída en ventas de la unidad de negocios retail, los ingresos provenientes del sector bancario cobraron una alta importancia, alcanzando a un 39,1% del total de ingresos operacionales de Ripley Corp a junio de 2020. Lo anterior no guarda relación con un cambio en la estrategia de la compañía, si no que más bien con una redistribución en la composición de los ingresos producto de eventos no recurrentes asociados al estallido social y a la pandemia del Covid-19. Es así, como pese a que los ingresos del segmento bancario cayeron, su incidencia sobre el total de ingresos de Ripley Corp, aumentó.

Cuadro 41: Distribución de ingresos operacionales sobre ingresos por segmento

	(%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Chile	Retail	65,5%	66,7%	66,9%	64,5%	68,9%	64,9%
	Banco	66,5%	66,6%	68,9%	66,8%	62,9%	64,5%
	Inmobiliario	46,5%	29,7%	29,5%	18,5%	2,4%	4,9%
Perú	Retail	34,8%	33,6%	33,5%	35,9%	31,5%	35,5%
	Banco	33,5%	33,4%	31,1%	33,2%	37,1%	35,5%
	Inmobiliario	53,5%	70,3%	70,5%	81,5%	97,6%	95,1%
Ajustes Consolidado	Retail	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
	Banco	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Inmobiliario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

A partir del recuadro anterior, se puede apreciar que el sector retail en Chile ha mantenido relativamente estable su preponderancia sobre los ingresos consolidados del retail en Chile y Perú, con una incidencia promedio entre 2016 y 2019 de 65,9%. Por otra parte, la preponderancia del sector bancario de Ripley Corp en Chile también ha

mantenido relativamente estable su incidencia sobre el total de ingresos de ese sector, promediando un 67,2% entre 2016 y 2019. Además, existe cierta dependencia en los ingresos del sector bancario respecto al nivel de ventas del sector retail, ya que la incidencia de este sector en Chile y Perú sobre el total de ingresos del segmento bancario es muy similar a la incidencia del retail de cada país sobre los ingresos consolidados de dicho segmento. Finalmente, el sector inmobiliario en Chile muestra una tendencia decreciente sobre el total de ingresos de ese segmento a nivel consolidado, con una caída sostenida de 28 puntos entre 2016 y 2019. Lo inverso ha ocurrido con el sector inmobiliario en Perú, el cual ha cobrado mayor relevancia sobre el total de ingresos del segmento, pasando de un 53,5% en 2016 a un 81,5% en 2019.

Cuadro 42: Ingresos primer semestre por segmento

	MUF	30-06-2016	30-06-2017	30-06-2018	30-06-2019	30-06-2020
Chile	Retail	13.464	13.916	14.181	13.848	8.113
	Banco	5.220	5.362	5.808	5.827	4.868
	Inmobiliario	123	124	133	126	7
Perú	Retail	7.221	7.056	6.935	7.080	3.707
	Banco	2.651	2.715	2.467	2.798	2.866
	Inmobiliario	0	282	273	301	284
Ajustes Consolidado	Retail	-71	-71	-70	-71	-42
	Banco	0	0	0	0	0
	Inmobiliario	0	0	0	0	0
Consolidado Ripley Corp	Retail	20.614	20.901	21.046	20.858	11.778
	Banco	7.871	8.077	8.275	8.625	7.734
	Inmobiliario	123	406	406	427	291
	Total Ingresos	28.608	29.384	29.727	29.910	19.803

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

Cuadro 43: Ingresos primer semestre sobre total ingresos anuales por segmento

	(%)	30-06-2016	30-06-2017	30-06-2018	30-06-2019	30-06-2020
Chile	Retail	46,5%	46,2%	47,8%	49,8%	36,8%
	Banco	49,3%	49,0%	51,2%	51,1%	46,5%
	Inmobiliario	48,5%	47,8%	49,5%	83,4%	20,9%
Perú	Retail	46,9%	46,5%	46,7%	45,8%	30,7%
	Banco	49,6%	49,4%	48,2%	49,3%	49,9%
	Inmobiliario	0,0%	45,9%	42,4%	45,0%	43,6%
Ajustes Consolidado	Retail	46,8%	46,9%	46,8%	45,0%	32,9%
	Banco	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Inmobiliario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Consolidado Ripley Corp	Retail	46,6%	46,3%	47,4%	48,4%	34,6%
	Banco	49,4%	49,1%	50,3%	50,5%	47,7%
	Inmobiliario	22,6%	46,4%	44,5%	52,1%	42,5%
	Ingresos 1er Semestre	47,1%	47,0%	48,1%	49,0%	38,9%

Fuente: CMF, Estados Financieros Ripley Corp S.A.

A partir de los recuadros anteriores, es posible apreciar la estacionalidad de las ventas del segmento retail de Ripley Corp, ya que durante todos los periodos los ingresos del primer semestre representan una fracción inferior al 50% de los ingresos anuales de este segmento. En línea con lo anterior, el promedio de los ingresos del segmento retail durante el primer semestre de los años 2016, 2017 y 2018, es de un 46,8%. Cabe destacar que en dicho promedio no se incorporó el año 2019, en el cual las ventas del retail durante el segundo semestre se vieron afectadas producto del estallido social. Por otra parte, respecto a la ponderación de los ingresos del primer semestre para los segmentos bancario e inmobiliario sobre el total de ingresos de dichos segmentos, es posible concluir que no existe tal estacionalidad, ya que su ponderación es variable y no existe una tendencia clara.

7.2. Perspectivas de crecimiento de la industria

Cuadro 44: Crecimiento del PIB anual Chile y Perú

Crecimiento PIB Anual - Chile		Crecimiento PIB Anual - Perú	
Año	% Crecimiento	Año	% Crecimiento
2025	2,70%	2025	3,68%
2024	2,95%	2024	3,92%
2023	3,66%	2023	4,51%
2022	3,72%	2022	4,84%
2021	5,00%	2021	11,72%
2020	-5,35%	2020	-12,50%
2019	1,02%	2019	2,20%
2018	3,99%	2018	3,96%
2017	1,41%	2017	2,48%
2016	1,63%	2016	4,07%
2015	2,26%	2015	3,25%
2014	1,72%	2014	2,45%

Fuente: Eikon

Para el año 2020, tanto en Chile como en Perú, se espera una fuerte caída en el crecimiento del PIB real. A partir de 2021, se espera que ambas economías comiencen a recuperarse, para entrar nuevamente en sendas de crecimiento de largo plazo en torno al 3% para Chile, y al 4% para Perú, a partir del año 2022. Dichas tasas de crecimiento de largo plazo serán utilizadas más adelante para reflejar el crecimiento proyectado en el nivel de ingresos de los últimos años del periodo discreto de proyección.

7.3. Estructura de costos y gastos operacionales de Ripley Corp

Cuadro 45: Costos operacionales de Ripley Corp S.A. (MUF)

Costos Operacionales (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Costo de ventas retail	-32.010	-32.983	-32.635	-32.006	-9.292	-25.779
Costo de ventas banco	-5.998	-6.314	-6.048	-7.513	-4.413	-8.432
Costo de ventas	-38.008	-39.296	-38.682	-39.520	-13.704	-34.210
Costos de distribución	-268	-295	-266	-203	-57	-155
Gasto de administración	-19.937	-19.891	-20.033	-20.045	-7.919	-18.358
Total costos operacionales	-58.213	-59.482	-58.981	-59.768	-21.681	-52.723

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A

Cuadro 46: Estructura de costos sobre costos operacionales totales (%)

Costos Operacionales (%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Costo de ventas retail	55,0%	55,5%	55,3%	53,6%	42,9%	48,9%
Costo de ventas banco	10,3%	10,6%	10,3%	12,6%	20,4%	16,0%
Costo de ventas	65,3%	66,1%	65,6%	66,1%	63,2%	64,9%
Costos de distribución	0,5%	0,5%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%
Gasto de administración	34,2%	33,4%	34,0%	33,5%	36,5%	34,8%
Total costos operacionales	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A

A partir de los cuadros anteriores, es posible apreciar que la estructura de costos de Ripley Corp se mantiene estable entre los años 2016 y 2018, sufriendo variaciones relevantes en 2019 y aún más profundas a junio de 2020 o LTM. En promedio, entre los años 2016 y 2018 los costos de venta de Ripley Corp representaron un 65,7% del total de costos y gastos operacionales, mientras que los gastos de administración representaron, en promedio, un 33,9% de estos en ese mismo periodo. La ponderación de los costos de distribución sobre el total de costos y gastos operacionales es baja, y en ninguno de los periodos supera al 0,5%.

Respecto a las ponderaciones por segmento al cierre de 2019, se aprecia que la ponderación del costo de venta del retail cayó en 1,7 puntos respecto de igual periodo anterior, mientras que el costo de ventas del segmento bancario se incrementó en 2,3 puntos en ese mismo periodo. Por otra parte, a junio de 2020 y también en términos de LTM, la ponderación del costo de venta bancario sobre el total de costos y gastos operacionales aumenta significativamente, mientras que con la del segmento retail ocurre lo contrario. Esto se explica tanto por la caída en el nivel de ingresos de este último segmento a raíz de la pandemia, así como también por el incremento en el costo por riesgo neto (provisiones) del segmento bancario, también como consecuencia de los efectos de la pandemia en la calidad crediticia de la cartera de clientes.

Cuadro 47: Estructura de costos operacionales sobre ingresos totales (%)

Incidencia Costos Operacionales	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Costo de ventas retail	52,8%	53,0%	52,9%	52,5%	46,9%	50,6%
Costo de ventas banco	9,9%	10,1%	9,8%	12,3%	22,3%	16,6%
Costo de ventas	62,7%	63,1%	62,6%	64,8%	69,2%	67,2%
Costos de distribución	0,4%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Gasto de administración	32,9%	31,9%	32,4%	32,9%	40,0%	36,1%
Total costos operacionales	96,0%	95,5%	95,5%	98,0%	109,5%	103,5%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A

A partir del recuadro anterior, es posible concluir que entre los años 2016 y 2018 existe estabilidad en la estructura de costos y gastos operacionales sobre el total de ingresos de Ripley Corp, sin embargo, dicha estructura se rompe en 2019 así como también a junio de 2020 y en términos de LTM. A nivel consolidado, el costo de ventas de Ripley Corp promedia un 62,8% del total de ingresos de la compañía entre los años 2016 y 2019. A diciembre de 2019, dicha ponderación se incrementa en 2,2 puntos, explicado por la mayor incidencia del costo de ventas del segmento bancario. Por otra parte, a

junio de 2020 la incidencia del costo de ventas del segmento bancario sobre el total de ingresos de Ripley Corp alcanza a un 22,3%, aumentando en 10 puntos respecto al cierre de 2019, lo cual se atribuye al mayor costo por riesgo neto (provisiones constituidas) por de los efectos de la pandemia.

Los costos de administración se mantienen estables en relación con el nivel de ingresos durante todos los periodos, no superando el 0,5% de estos en ninguno de ellos.

Finalmente, la incidencia de los gastos de administración y ventas registra una fuerte alza a junio de 2020 y durante los últimos 12 meses, lo cual es explicado por la contracción en el nivel de ingresos de Ripley Corp, que no fue contrarrestada con una caída en los gastos de administración y ventas en igual proporción. Lo anterior producto de la particularidad fija asociada a estos gastos, pese a que en términos absolutos la compañía sí logro reducirlos.

Cuadro 48: Composición costos de venta de Ripley Corp S.A. por segmento (MUF)

	(MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Chile	Retail	-20.732	-21.941	-21.853	-20.857	-6.417	-16.919
	Banco	-4.054	-4.113	-4.270	-5.248	-3.170	-6.066
	Inmobiliario	0	0	0	0	0	0
Perú	Retail	-11.431	-11.406	-10.930	-11.304	-2.916	-8.985
	Banco	-1.944	-2.201	-1.778	-2.265	-1.243	-2.366
	Inmobiliario	0	0	0	0	0	0
Ajustes Consolidado	Retail	152	151	148	154	42	125
	Banco	0	0	0	0	0	0
	Inmobiliario	0	0	0	0	0	0
Consolidado Ripley Corp	Retail	-32.010	-33.196	-32.635	-32.006	-9.292	-25.779
	Banco	-5.998	-6.314	-6.048	-7.513	-4.413	-8.432
	Inmobiliario	0	0	0	0	0	0
	Total costo venta	-38.008	-39.509	-38.682	-39.520	-13.704	-34.210

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A

Cuadro 49: Composición costos de venta de Ripley Corp S.A. por segmento (%)

	(%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Chile	Retail	54,5%	55,5%	56,5%	52,8%	46,8%	49,5%
	Banco	10,7%	10,4%	11,0%	13,3%	23,1%	17,7%
	Inmobiliario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Perú	Retail	30,1%	28,9%	28,3%	28,6%	21,3%	26,3%
	Banco	5,1%	5,6%	4,6%	5,7%	9,1%	6,9%
	Inmobiliario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ajustes Consolidado	Retail	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,3%	-0,4%
	Banco	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Inmobiliario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Consolidado Ripley Corp	Retail	84,2%	84,0%	84,4%	81,0%	67,8%	75,4%
	Banco	15,8%	16,0%	15,6%	19,0%	32,2%	24,6%
	Inmobiliario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Total costo venta	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A

A partir de los cuadros anteriores, es posible apreciar la existencia de una tendencia relativamente estable en la composición de los costos de venta de Ripley Corp por unidad de negocios para los periodos 2016, 2017 y 2018, sin embargo, al igual que como ocurre con la composición de los ingresos, esta estabilidad cambia marginalmente en el año 2019 y en forma abrupta a junio de 2020. La unidad de negocios retail es la que mayor participación tiene sobre el costo de venta total de Ripley Corp, representando en promedio, un 84,2% de estos entre los años 2016 y 2018. En 2019 se aprecia una caída de 3,4 puntos en la ponderación de costos provenientes de este sector respecto al promedio de la ponderación de los últimos 3 periodos (84,2%). Por otra parte, a junio de 2020 la ponderación del retail sobre el total de costos de venta de Ripley Corp es de un 67,8%, lo que representa una caída 13,2 puntos respecto a la ponderación de este sector al cierre de 2019. Esta abrupta caída puede ser explicada en parte por la estacionalidad de los ingresos del retail, los cuales se concentran en el segundo semestre de cada año, producto de alza en ventas que conllevan fechas tales como navidad y año nuevo, así como también por la crisis sanitaria, que ha implicado que parte de las tiendas de Ripley retail hayan permanecido cerradas, afectando el nivel de ingresos de este segmento y obligando a Banco Ripley a construir mayores provisiones, generándose una redistribución en la composición de los costos de Ripley Corp, cobrando mayor relevancia aquellos asociados al segmento bancario. En línea con lo anterior, es posible apreciar que la incidencia de los costos del sector bancario se mantiene estable entre los años 2016 y 2018, promediando un 15,8% del total de costos de Ripley Corp, sin embargo, en 2019 su incidencia aumenta en 3,2 puntos respecto de este promedio, alcanzando a un 19%, y a junio de 2020 su incidencia es aún mayor, alcanzando a un 32,2%. Estos incrementos en la incidencia de los costos del sector bancario respecto del

total de costos de Ripley Corp en al cierre de 2019 y a junio de 2020 puede explicarse por las mayores provisiones por riesgo de crédito reconocidas producto del deterioro de la capacidad de pago de los clientes de Banco Ripley a raíz del incremento en el desempleo por el estallido social y posterior crisis sanitaria.

Cuadro 50: Distribución costos de venta sobre total de costos por segmento (%)

	(%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Chile	Retail	64,8%	66,1%	67,0%	65,2%	69,1%	65,6%
	Banco	67,6%	65,1%	70,6%	69,8%	71,8%	71,9%
	Inmobiliario	-	-	-	-	-	-
Perú	Retail	35,7%	34,4%	33,5%	35,3%	31,4%	34,9%
	Banco	32,4%	34,9%	29,4%	30,2%	28,2%	28,1%
	Inmobiliario	-	-	-	-	-	-
Ajustes Consolidado	Retail	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	-0,5%
	Banco	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Inmobiliario	-	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A.

A partir del recuadro 50, es posible apreciar que la incidencia de los segmentos retail y bancario sobre el total de costos de venta por segmento, es mayor en Chile que en Perú. Así, entre los años 2016 y 2019 el sector retail en Chile representó un 65,8% del total de costos de venta del segmento retail, y el sector bancario en Chile representó en promedio para ese mismo periodo un 68,3% del total de costos de venta de este segmento. Lo anterior es de esperar, dado que también los ingresos por segmento representan una mayor proporción de los ingresos totales en Chile que en Perú, según lo detallado en el cuadro 40.

Cuadro 51: Distribución costos de venta sobre total de ingresos (%)

	(%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Chile	Retail	34,2%	35,1%	35,4%	34,2%	32,4%	33,2%
	Banco	6,7%	6,6%	6,9%	8,6%	16,0%	11,9%
	Inmobiliario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Perú	Retail	18,8%	18,3%	17,7%	18,5%	14,7%	17,6%
	Banco	3,2%	3,5%	2,9%	3,7%	6,3%	4,6%
	Inmobiliario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ajustes Consolidado	Retail	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,2%	-0,2%
	Banco	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Inmobiliario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Consolidado Ripley Corp	Retail	52,8%	53,1%	52,9%	52,5%	46,9%	50,6%
	Banco	9,9%	10,1%	9,8%	12,3%	22,3%	16,6%
	Inmobiliario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Incidencia Total	62,6%	63,2%	62,6%	64,8%	69,2%	67,2%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A.

A partir del recuadro anterior, es posible apreciar que los costos de venta por segmento como porcentaje del total de ventas de Ripley Corp muestran estabilidad entre los años 2016 y 2019, promediando un 2,8% para el caso del retail y un 10,5% para el caso del segmento bancario. El segmento inmobiliario no mantiene costos de venta en ninguno de los periodos analizados. Respecto a los últimos 12 meses desde junio de 2020 (LTM), es posible apreciar una caída en la incidencia de los costos de venta del sector retail, así como también una mayor incidencia del sector bancario. Esto se explica por las mayores provisiones constituidas por el sector bancario en 2020 a raíz del mayor riesgo de crédito producto de la pandemia del Covid-19, que generó una redistribución de los costos de venta por segmento, cobrando este último una mayor relevancia.

Cuadro 52: Margen bruto por segmento (MUF)

	(MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Chile	Retail	8.241	8.205	7.813	6.941	1.696	5.152
	Banco	6.536	6.826	7.066	6.165	1.698	4.395
	Inmobiliario	253	259	269	151	7	34
Perú	Retail	3.952	3.783	3.929	4.162	791	3.096
	Banco	3.400	3.296	3.345	3.413	1.623	3.382
	Inmobiliario	291	615	642	668	284	651
Ajustes Consolidado	Retail	0	1	-1	-3	0	-3
	Banco	0	0	0	0	0	0
	Inmobiliario	0	0	0	0	0	0
Consolidado Ripley Corp	Retail	12.194	11.989	11.741	11.101	2.487	8.245
	Banco	9.936	10.123	10.411	9.578	3.321	7.777
	Inmobiliario	545	874	911	820	291	684
	Margen bruto total	22.674	22.986	23.063	21.499	6.099	16.706

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A.

Cuadro 53: Distribución de márgenes brutos por segmento sobre margen bruto total (%)

	(%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Chile	Retail	36,3%	35,7%	33,9%	32,3%	27,8%	30,8%
	Banco	28,8%	29,7%	30,6%	28,7%	27,8%	26,3%
	Inmobiliario	1,1%	1,1%	1,2%	0,7%	0,1%	0,2%
Perú	Retail	17,4%	16,5%	17,0%	19,4%	13,0%	18,5%
	Banco	15,0%	14,3%	14,5%	15,9%	26,6%	20,2%
	Inmobiliario	1,3%	2,7%	2,8%	3,1%	4,7%	3,9%
Ajustes Consolidado	Retail	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Banco	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Inmobiliario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Consolidado Ripley Corp	Retail	53,8%	52,2%	50,9%	51,6%	40,8%	49,4%
	Banco	43,8%	44,0%	45,1%	44,6%	54,5%	46,6%
	Inmobiliario	2,4%	3,8%	4,0%	3,8%	4,8%	4,1%
	Margen bruto total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A.

A partir de los cuadros anteriores, es posible apreciar que, tanto a nivel de país como a nivel consolidado, el sector retail es el que presenta un mayor margen de contribución para los resultados de Ripley Corp en términos brutos. Tanto en Chile como en Perú el margen de contribución de los distintos segmentos de negocio se mantuvo relativamente estable durante los años 2016 y 2019. A junio de 2020, la ponderación del margen bruto del sector retail se contrae fuertemente, cayendo a un 40,8%, y por tanto cobrando una mayor relevancia la ponderación del margen bruto del segmento bancario, que a esa fecha representa un 54,5% del margen total. Al incorporar en el análisis los últimos 12 meses (LTM), es posible apreciar una suavización de las ponderaciones de los márgenes brutos por segmento en relación con los de cierre de cada año.

Cuadro 54: Distribución de márgenes brutos por segmento sobre márgenes brutos consolidados por segmento (%)

	(%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Chile	Retail	67,6%	68,4%	66,5%	62,5%	68,2%	62,5%
	Banco	65,8%	67,4%	67,9%	64,4%	51,1%	56,5%
	Inmobiliario	-	-	-	-	-	-
Perú	Retail	32,4%	31,6%	33,5%	37,5%	31,8%	37,5%
	Banco	34,2%	32,6%	32,1%	35,6%	48,9%	43,5%
	Inmobiliario	-	-	-	-	-	-
Ajustes Consolidado	Retail	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Banco	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Inmobiliario	-	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A.

Chile contribuye con la mayor parte del margen de bruto en los segmentos retail y bancario. En promedio, entre los años 2016 y 2019, un 66,2% del margen de contribución del retail provino de las operaciones de Ripley Corp en Chile, mientras que para el sector bancario este porcentaje fue del 66,3%.

Cuadro 55: Distribución de resultados brutos por segmento sobre ingresos totales

(%)

	(%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Chile	Retail	13,6%	13,1%	12,7%	11,4%	8,6%	15,1%
	Banco	10,8%	10,9%	11,4%	10,1%	8,6%	12,8%
	Inmobiliario	0,4%	0,4%	0,4%	0,2%	0,0%	0,1%
Perú	Retail	6,5%	6,1%	6,4%	6,8%	4,0%	9,0%
	Banco	5,6%	5,3%	5,4%	5,6%	8,2%	9,9%
	Inmobiliario	0,5%	1,0%	1,0%	1,1%	1,4%	1,9%
Ajustes Consolidado	Retail	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Banco	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Inmobiliario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Consolidado Ripley Corp	Retail	20,1%	19,2%	19,0%	18,2%	12,6%	24,1%
	Banco	16,4%	16,2%	16,9%	15,7%	16,8%	22,7%
	Inmobiliario	0,9%	1,4%	1,5%	1,3%	1,5%	2,0%
	Margen bruto	37,4%	36,8%	37,4%	35,2%	30,8%	48,8%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A.

Ripley Corp muestra una marcada estabilidad en su margen bruto al cierre de los años 2016, 2017 y 2018, promediando un 37,2% del total de ingresos de la compañía.

Cuadro 56: Gastos de administración y otros por segmento (MUF)

	(MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Chile	Retail	-8.753	-8.645	-8.826	-8.685	-3.249	-7.950
	Banco	-4.708	-5.030	-5.317	-5.041	-1.734	-4.073
	Inmobiliario	-71	-64	-55	-37	0	-5
	Ajustes	117	374	415	308	-124	5
Perú	Retail	-4.009	-4.192	-3.945	-3.944	-1.451	-3.582
	Banco	-2.601	-2.519	-2.531	-2.655	-1.293	-2.669
	Inmobiliario	-77	-183	-162	-199	-110	-235
	Ajustes	118	234	262	172	61	165
Ajustes Consol.	Ajustes	-239	-160	-140	-167	-77	-168
Consolidado Ripley Corp	Retail	-12.762	-12.837	-12.771	-12.629	-4.700	-11.532
	Banco	-7.309	-7.549	-7.848	-7.696	-3.028	-6.742
	Inmobiliario	-148	-247	-218	-236	-110	-241
	Ajustes	-3	447	537	314	-139	2
	Total GAV	-20.223	-20.185	-20.299	-20.248	-7.976	-18.513

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A

**Cuadro 57: Distribución de gastos de administración por segmento sobre GAV
totales (%)**

	(%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Chile	Retail	43,3%	42,8%	43,5%	42,9%	40,7%	42,9%
	Banco	23,3%	24,9%	26,2%	24,9%	21,7%	22,0%
	Inmobiliario	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%
	Ajustes	-0,6%	-1,9%	-2,0%	-1,5%	1,5%	0,0%
Perú	Retail	19,8%	20,8%	19,4%	19,5%	18,2%	19,3%
	Banco	12,9%	12,5%	12,5%	13,1%	16,2%	14,4%
	Inmobiliario	0,4%	0,9%	0,8%	1,0%	1,4%	1,3%
	Ajustes	-0,6%	-1,2%	-1,3%	-0,9%	-0,8%	-0,9%
Ajustes Consol.	Ajustes	1,2%	0,8%	0,7%	0,8%	1,0%	0,9%
Consolidado Ripley Corp	Retail	63,1%	63,6%	62,9%	62,4%	58,9%	62,3%
	Banco	36,1%	37,4%	38,7%	38,0%	38,0%	36,4%
	Inmobiliario	0,7%	1,2%	1,1%	1,2%	1,4%	1,3%
	Ajustes	0,0%	-2,2%	-2,6%	-1,5%	1,7%	0,0%
	Total GAV	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A.

A partir de los cuadros anteriores, es posible apreciar que, a nivel consolidado, la mayor parte de los gastos de administración de Ripley Corp son generados por el segmento Retail, con una ponderación estable entre los años 2016 y 2019, promediando un 63,0% del total de GAV. Luego, el segmento bancario representa en promedio un 37,6% del total de GAV de Ripley Corp entre los años 2016 y 2019, mientras que el segmento inmobiliario promedia un 1,1% en esos mismos años. En términos de LTM la ponderación de cada segmento sobre el total de GAV no varía significativamente respecto al promedio de los 4 años anteriores.

Cuadro 58: Distribución de gastos de administración por segmento sobre ingresos totales (%)

	(%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Chile	Retail	14,4%	13,8%	14,3%	14,2%	16,4%	15,6%
	Banco	7,8%	8,0%	8,6%	8,3%	8,8%	8,0%
	Inmobiliario	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
	Ajustes	0,2%	0,6%	0,7%	0,5%	-0,6%	0,0%
Perú	Retail	6,6%	6,7%	6,4%	6,5%	7,3%	7,0%
	Banco	4,3%	4,0%	4,1%	4,4%	6,5%	5,2%
	Inmobiliario	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,6%	0,5%
	Ajustes	0,2%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Ajustes Consol.	Ajustes	0,4%	0,3%	0,2%	0,3%	0,4%	0,3%
Consolidado Ripley Corp	Retail	21,0%	20,5%	20,7%	20,7%	23,7%	22,6%
	Banco	12,0%	12,1%	12,7%	12,6%	15,3%	13,2%
	Inmobiliario	0,2%	0,4%	0,4%	0,4%	0,6%	0,5%
	Ajustes	0,0%	-0,7%	-0,9%	-0,5%	0,7%	0,0%
	Total GAV / Ingresos	33,3%	32,3%	32,9%	33,2%	40,3%	36,4%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A.

En base al recuadro anterior, es posible apreciar que la incidencia de los gastos de administración y ventas sobre el total de ingresos de Ripley Corp presenta clara estabilidad durante todos los periodos comprendidos entre el año 2016 y 2019, tanto a nivel de segmento por país, como a nivel consolidado, sin embargo, a junio de 2020 existen significativas en la incidencia de los gastos de administración de los distintos segmentos de Ripley tanto en Chile como en Perú, que generan que, a nivel consolidado, la incidencia de estos gastos sobre el total de ingresos de la compañía aumente 7,4 puntos respecto al promedio de los últimos 4 años (32,9%), alcanzando a un 40,3% de estos. Esta fuerte alza en la incidencia de los GAV se explica principalmente por la caída de los ingresos de Ripley Corp por los efectos de la pandemia, que afectó con mayor

profundidad al segmento retail, y que no fue acompañada por una disminución de sus gastos de administración y ventas en igual proporción.

7.4. Análisis del resultado no operacional de Ripley Corp

Cuadro 59: Apertura resultado no operacional (MUF)

Resultado No Operacional (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Otras ganancias (pérdidas)	721	327	178	3.433	7	3.380
Ingresos financieros	108	136	99	88	32	76
Costos financieros	-775	-834	-772	-1.307	-684	-1.337
Diferencias de cambio	52	-33	-37	210	-197	-74
Resultado por unidades de reajuste	34	-42	19	21	24	37
Resultado No Operacional	140	-446	-512	2.445	-817	2.082

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A.

Cuadro 60: Apertura resultado no operacional sobre ingresos (%)

Resultado No Operacional (%)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Otras ganancias (pérdidas)	1,2%	0,5%	0,3%	5,6%	0,0%	6,6%
Ingresos financieros	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%
Costos financieros	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-2,1%	-3,5%	-2,6%
Diferencias de cambio	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,3%	-1,0%	-0,1%
Resultado por unidades de reajuste	0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
Resultado No Operacional	0,2%	-0,7%	-0,8%	4,0%	-4,1%	4,1%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A.

A partir de los cuadros anteriores, es posible apreciar que el resultado no operacional de Ripley Corp representó un bajo porcentaje del total de ingresos de la compañía entre los años 2016 y 2018, promediando -0,4%. En 2019, la incidencia de las otras ganancias sobre el total de ingresos aumenta considerablemente, pasando de un 0,3% en 2018 a un 5,6% en 2019. Lo anterior se explica por un efecto no recurrente asociado a la venta del 100% de la participación indirecta del Grupo sobre el Mall del Centro Concepción S.A. a la asociada Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A., el día 14 de agosto de 2019.

Por otra parte, consideramos que, de los resultados no operacionales antes detallados, los ingresos financieros, costos financieros, diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste, son recurrentes en Ripley Corp Para el caso de las otras ganancias (pérdidas) y los costos financieros, que presentan una mayor incidencia sobre el total de ingresos que el resto de las partidas no operacionales, se realizará una apertura detallada, a modo de identificar la recurrencia de cada uno de los componentes de dichas cuentas.

Cabe destacar que, sin bien en sus estados financieros Ripley Corp clasifica los resultados obtenidos por su participación en asociadas como no operacional, consideramos que, para efectos de la valorización de la compañía, ese resultado es operacional, ya que incorpora la participación de Ripley Corp en los resultados de Nuevos Desarrollos S.A. e Inmobiliaria Viña Del Mar S.A., ambas compañías directamente relacionadas al negocio inmobiliario de Ripley Corp Por esta razón, la participación en los resultados de asociadas no fue incorporada en los cuadros anteriores, en los que se detallan los resultados no operacionales.

Cuadro 61: Otras ganancias (MUF)

Otras Ganancias (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Arriendo de espacios publicitarios	0	3	0	0	0	0
Recuperación de años anteriores	50	77	17	0	0	-32
Liberación provisión por reestructuración	0	0	0	0	0	-9
Multa por incumplimiento de contrato	0	0	0	0	0	-6
Indemnización de seguros	0	0	0	0	18	18
Ingresos por venta de activo fijo	2	268	57	0	0	0
Sanciones, administrativas y laborales	0	0	0	22	0	22
Utilidad neta venta de subsidiaria	0	0	0	2.599(*)	0	2.564
Compensación por retraso apertura de tienda	0	18	0	0	0	0
Indemnizaciones recibidas por juicios	0	7	0	0	0	0
Indemnizaciones por siniestros varios	2	0	0	0	0	0
Efecto escisión Aventura Plaza	1.215	0	0	0	0	0
Ganancia por ajuste del valor razonable	126	122	100	1.076(**)	3	1.037
Otras ganancias	50	107	36	18	21	33
Total otras ganancias	1.446	602	211	3.715	42	3.627

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A.

(*) Con fecha 14 de agosto de 2019, el Ripley Corp vendió el 100% de su participación indirecta sobre Mall del Centro de Concepción S.A. a la asociada Inmobiliaria Mall Viña Del Mar S.A. generando una utilidad neta después de impuestos de M\$50.273.642.

(**) Acorde a lo señalado en los estados financieros de Ripley Corp, para estimar el “valor razonable” de la propiedad de inversión denominada "Mall Concepción" se utilizó información tanto de mercado, como de estimaciones internas de la gerencia, acompañadas de un adecuado juicio profesional, y no solo se basó en transacciones históricas comparables.

Cuadro 62: Otras pérdidas (MUF)

Otras Pérdidas (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Castigo bajas de propiedad, planta y equipos	-9	-90	-9	-34	-4	-10
Gasto por reestructuración	-631	-34	-10	-33	0	-13
Devolución, intereses y comisiones clientes	0	0	0	0	0	16
Deterioro propiedad, planta y equipo y derechos de uso	0	0	0	-166	0	-163
Sanciones, administrativas y laborales	-23	-2	0	0	0	0
Otras pérdidas	-62	-150	-14	-50	-31	-76
Total otras pérdidas	-725	-276	-32	-282	-35	-247

Totales otras ganancias (pérdidas)	721	326	178	3.433	7	3.380
---	------------	------------	------------	--------------	----------	--------------

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A.

Cuadro 63: Costos financieros (MUF)

Costos Financieros (MUF)	2016	2017	2018	2019	30-06-2020	LTM
Intereses y gastos de obligaciones financieras	430	349	217	218	90	135
Intereses y gastos de obligaciones con el público	149	228	272	254	124	365
Intereses de obligaciones por leasing	72	132	64	40	110	133
Intereses devengados por swap	89	101	211	195	95	194
Intereses de obligaciones por derechos de uso	0	0	0	646	344	670
Gasto financiero provisión desmantelamiento	0	0	0	6	4	7
Gastos financieros comercio exterior	0	1	2	2	1	2
Impuesto a las transacciones financieras	10	4	4	16	1	15
Gastos y comisiones bancarias	25	19	9	60	12	2
Costos financieros activados en prop. de inversión	0	0	-7	-129	-97	-185
Total Costos Financieros	775	834	772	1.307	684	1.337

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Ripley Corp S.A.

A partir del recuadro anterior, es posible apreciar que los costos financieros de Ripley Corp experimentan una fuerte alza de MUF 535 entre los años 2018 y 2019, explicada por los efectos de la NIIF 16.

7.5. Análisis de los activos de la empresa

Cuadro 64: Clasificación de activos corrientes

Activos corrientes	Operacional	No Operacional	Comentario
Efectivo y equivalentes al efectivo		X	Dado que no se contó con información respecto a monto de caja operativa de Ripley Corp, se asumió que la totalidad de su caja es excedente. Dicho de otra forma, se asumió que la caja mínima que requiere Ripley Corp para su operación, es cero.
Otros activos financieros		X	Corresponden en su mayoría a excedentes de caja invertidos en instrumentos de deuda y en depósitos a plazo con vencimiento mayor a 90 días.
Otros activos no financieros	X		Operacional, ya que corresponden principalmente a gastos activados asociados a la operación del negocio, compuestos en su mayoría por gastos pagados por anticipado y gastos diferidos.
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	X		Operacional, ya que están asociadas al giro de Ripley Corp y corresponden en su mayoría a deudores por tarjetas de crédito y otras colocaciones.
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	X		Corresponden a prestamos mercantiles y/o no mercantiles asociados a financiamientos requeridos por parte de Ripley Corp para ejecutar su operación y realizar inversiones asociadas a esta.
Inventarios	X		Corresponde al principal motor de generación de ingresos del segmento retail de Ripley Corp
Activos por impuestos	X		Se consideró los activos por impuestos corrientes como operacionales, por lo que fueron incorporados dentro del capital de trabajo operacional neto de la compañía.
Activos mantenidos para la venta		X	Son activos no requeridos para la generación de flujos de ninguno de los segmentos de negocio de Ripley Corp, razón por la cual pueden ser destinados a la venta.

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 65: Clasificación de activos no corrientes

Activos no corrientes	Operacional	No Operacional	Comentario
Otros activos financieros		X	Corresponden en su mayoría a inversiones en bonos bancarios e instrumentos de coberturas.
Otros activos no financieros	X		Se componen en su mayoría por linealización de arriendos, bonos anticipados al personal y garantías de arriendos.
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	X		Están asociadas al giro de Ripley Corp y corresponden en su mayoría a deudores por tarjetas de crédito y otras colocaciones.
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	X		Corresponde a la participación de Ripley Corp en las sociedades Inmobiliaria Mall Viña Del Mar S.A. y Nuevos Desarrollos S.A., cuyo giro es el arriendo de propiedades y por lo tanto está directamente relacionado al negocio inmobiliario de Ripley Corp.
Activos intangibles distintos de la plusvalía	X		Se compone principalmente de programas de computador, licencias y franquicias, y marcas comerciales, requeridas por Ripley Corp para llevar a cabo las operaciones de sus distintas unidades de negocios.
Plusvalía	X		Ripley Corp participa en el negocio inmobiliario, en el cual parte del potencial de generación de utilidades proviene precisamente de la plusvalía.
Propiedades, planta y equipo	X		Activo fijo requerido por la empresa para llevar a cabo sus operaciones en los distintos segmentos del negocio.
Derechos de uso	X		Corresponde a los derechos de uso de tiendas y espacios físicos para los distintos segmentos de negocio, con foco en el retail, sin los cuales Ripley Corp no podría llevar a cabo parte de sus operaciones diarias.
Propiedades de inversión	X		Corresponden al principal motor de generación de ingresos operacionales del segmento inmobiliario, a través del arriendo de dichas propiedades.
Activos por impuestos diferidos		X	Son una consecuencia de la operación y de los resultados de la compañía. Pese lo anterior, no serán considerados como activos prescindibles.

Fuente: Elaboración propia

8. PROYECCION DEL ESTADO DE RESULTADOS

8.1. Ingresos operacionales proyectados

8.1.1. Proyección de ingresos segmento retail

8.1.1.1. Proyección Ingresos Segmento Retail Chile

El segmento retail en Chile ha experimentado una contracción en su actividad desde fines de 2019 producto del estallido social iniciado en octubre de ese año. Posteriormente, la menor actividad del sector se profundizó a partir de marzo de 2020 por los inicios de la crisis sanitaria en este país, que implicó el cierre de locales comerciales, generando una brusca caída en la venta presencial, que no pudo ser compensada por los mayores niveles de actividad de la venta online. Esto provocó que los ingresos del segmento retail de Ripley Corp para el primer semestre de 2020, fuesen un 41,4% menores a los alcanzados por este mismo segmento igual periodo de 2019.

Para el segundo semestre, se proyectó que dicha caída se atenúe significativamente, ante las mejores expectativas en relación con la reapertura de las tiendas físicas, lo cual implicaría cerrar el 2020 con un decrecimiento del 25,6% en el nivel de ingresos aportados por el retail en Chile, respecto al cierre de 2019.

A partir de 2021, se espera una fuerte recuperación del sector retail en Chile, por la reapertura total de tiendas y la recuperación gradual del empleo, para luego continuar dicha recuperación en 2022 a una tasa menor, hasta alinearse a partir de 2023 con las expectativas de crecimiento del PIB real. Cabe destacar que, para el segmento retail en Chile, no se proyecta que la compañía alcance nuevamente los ingresos obtenidos en los años 2017 (MUF 29.959) o 2018 (MUF 29.666).

Cuadro 66: Ingresos proyectados segmento retail Chile

Retail Chile	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos retail Chile (MUF)	12.555	20.668	24.802	27.282	28.291	29.112
% crecimiento	-10,0%	-25,6%	20,0%	10,0%	3,7%	2,9%

Fuente: Elaboración propia

8.1.1.2. Proyección Ingresos Segmento Retail Perú

Al igual que Chile, el segmento retail en Perú ha visto afectada su actividad por los efectos de la pandemia. En este país, las cuarentenas comenzaron el 16 de marzo, lo que implicó también el cierre de los locales comerciales de Ripley Corp, afectando fuertemente las ventas presenciales, generándose un cambio en el mix de ventas, cobrando una mayor relevancia el canal online. Producto de lo anterior, en el primer semestre de 2020 el segmento retail en Perú experimentó una contracción del 47,6% en su nivel de ingresos.

Para el segundo semestre de 2020, se espera una fuerte recuperación en los ingresos del segmento retail en Perú, tras la reapertura de sus tiendas iniciada el 22 de junio.³⁰ De esta manera, para el año 2020 se proyecta una caída del 27,2% en el nivel de ingresos del retail en Perú, en comparación con los alcanzados al 31 de diciembre de 2019.

A partir de 2021, se proyecta un fuerte crecimiento en el nivel de ventas, a una tasa mayor a la chilena para ese año, y ligeramente superior para el periodo comprendido entre 2023 y 2024, en línea con las mayores perspectivas de crecimiento con las que cuenta ese país. Cabe destacar que el alto crecimiento para el periodo 2021 y 2022 está

³⁰ <https://www.america-retail.com/peru/peru-nuevo-horario-de-atencion-de-ripley-y-saga-falabella/>

explicado en parte por el hecho de que se asume la entrada en operación de 3 nuevas tiendas, una de las cuales entraría en operación en 2021 (Aventura Chiclayo) y las otras dos en 2022 (San Juan de Lurigancho e Iquitos).

Cuadro 67: Ingresos proyectados segmento retail Perú

Retail Perú	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos Retail Perú (MUF)	7.548	11.255	13.843	15.643	16.347	16.984
% crecimiento	-10,0%	-27,2%	23,0%	13,0%	4,5%	3,9%

Fuente: Elaboración propia

8.1.1.3. Proyección Ingresos Segmento Retail Consolidado

En el siguiente recuadro, se muestra la proyección de ingresos para segmento retail a nivel consolidado, es decir, combinando las ventas de Chile y Perú.

Cuadro 68: Ingresos proyectados segmento retail Ripley Corp S.A.

Retail Ripley Corp S.A.	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos retail consolidado (MUF)	20.102	31.923	38.645	42.925	44.638	46.096
% crecimiento	-9,7%	-25,9%	21,1%	11,1%	4,0%	3,3%

Fuente: Elaboración propia

8.1.2. Proyección de ingresos segmento bancario

8.1.2.1. Proyección Ingresos Segmento Bancario Chile

Para Ripley Corp, los ingresos del segmento bancario están fuertemente correlacionados con sus ingresos del segmento retail, ya que sus colocaciones están concentradas principalmente en el uso tarjetas de crédito por parte de sus clientes de ese segmento. En el caso de Chile, los ingresos del segmento bancario a junio de 2020 muestran una caída del 16,5% respecto de igual periodo de 2019, por la relación entre segmentos antes mencionada y por políticas de crédito más conservadoras.

Para el segundo semestre de 2020, se espera una recuperación paulatina en los ingresos del segmento bancario, en línea con las perspectivas antes mencionadas para el sector retail y por la apertura de los puntos de venta físicos asociados a ambos segmentos. De esta manera, el segmento bancario en Chile mostraría un decrecimiento del 12,0% en 2020 y su recuperación comenzaría a partir del año 2021, para luego ir alineándose con las perspectivas de crecimiento del PIB anual.

Cuadro 69: Ingresos proyectados segmento bancario Chile

Bancario Chile	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos banco Chile (MUF)	5.172	10.041	10.543	10.964	11.370	11.700
% crecimiento	-7,4%	-12,0%	5,0%	4,0%	3,7%	2,9%

Fuente: Elaboración propia

8.1.2.2. Proyección Ingresos Segmento Bancario Perú

El segmento bancario en Perú mostró un crecimiento del 2,42% en el primer semestre de 2020, en comparación con igual periodo del año anterior. Este crecimiento está dado, en parte, por la apreciación del sol peruano respecto al peso chileno por los efectos del estallido social en este último país.

Para el segundo semestre de 2020 proyectamos que los ingresos del segmento bancario decrezcan respecto al segundo semestre de 2019, en línea con la caída en las ventas que mostraría sector retail, considerando que ya no existiría el efecto tipo de cambio que afectó positivamente los ingresos de este segmento al consolidar en pesos chilenos en sus estados financieros.

A partir de 2021, proyectamos que Perú mostrará niveles de recuperación de ingresos en el segmento bancario similares a Chile, aunque ligeramente superiores, en línea con las mejores perspectivas de crecimiento de ese país.

Cuadro 70: Ingresos proyectados segmento bancario Perú

Bancario Perú	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos banco Perú (MUF)	2.668	5.533	5.837	6.071	6.344	6.591
% crecimiento	-7,4%	-2,6%	5,5%	4,0%	4,5%	3,9%

Fuente: Elaboración propia

8.1.2.3. Proyección Ingresos Segmento Bancario Consolidado

En el siguiente recuadro, se muestra la proyección de ingresos para segmento bancario a nivel consolidado, es decir, combinando los ingresos de Chile y Perú.

Cuadro 71: Ingresos proyectados segmento bancario Ripley Corp S.A.

Bancario Ripley Corp S.A.	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos banco consolidado (MUF)	7.840	15.574	16.380	17.035	17.714	18.291
% crecimiento	-7,4%	-8,9%	5,2%	4,0%	4,0%	3,3%

Fuente: Elaboración propia

8.1.3. Proyección de ingresos segmento inmobiliario

8.1.3.1. Proyección Ingresos Segmento Inmobiliario Chile

En el primer semestre de 2020, los ingresos del segmento inmobiliario en Chile mostraron una contracción del 94,5% respecto de igual periodo del año 2019. De acuerdo con los análisis razonados a esa misma fecha, esta caída se explica por la venta de la subsidiaria Mall del Centro Concepción S.A. durante el mes de agosto de 2019 a la asociada Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. Cabe destacar que Mall del Centro de Concepción era la única fuente de ingresos de este segmento en Chile.

Para el cierre de 2020 y periodos siguientes se proyecta que no existirán ingresos por parte de este segmento, dado que estos serían capturados únicamente a través de la participación en asociadas, considerando que Mall del Centro de Concepción S.A. fue vendido a Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A., sobre la cual Ripley Corp mantiene una participación del 50%.

Cuadro 72: Ingresos proyectados segmento inmobiliario Chile

Inmobiliario Chile	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos inmobiliario Chile (MUF)	0	0	0	0	0	0
% crecimiento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fuente: Elaboración propia

8.1.3.2. Proyección Ingresos Segmento Inmobiliario Perú

En Perú, el resultado de este segmento está exclusivamente relacionado a Mall Aventura S.A. (sociedad de la cual Ripley posee la totalidad de su propiedad), en concreto, a Mall Aventura Arequipa y Mall Aventura Sana Anita, que en conjunto totalizan 161.501 metros cuadrados. Los ingresos del primer semestre de 2020 para este segmento muestran una contracción del 5,6% respecto de igual periodo de 2019, por el cierre de las operaciones de sus locatarios de acuerdo con las medidas instauradas por la autoridad. Durante el segundo trimestre de 2020, solo el comercio esencial se mantuvo en operación, mientras que a partir del 22 de junio se incorporan paulatinamente a la operación el resto de los locatarios.

Entre 2021 y 2022 entrarían en operación 3 nuevos Mall en Perú, sobre los que Ripley mantiene el 100% de la propiedad. Estos Mall son Mall Aventura Chiclayo, Mall Aventura Iquitos y Mall Aventura San Juan de Lurigancho, que en conjunto totalizan 160.300 metros cuadrados. De esta manera, a partir de ese año, la superficie arrendable para el segmento inmobiliario en Perú se vería prácticamente duplicada, alcanzando a 321.801 metros cuadrados, lo que debiese repercutir de igual manera en su nivel de ingresos. De esta manera, asumiendo la entrada en operación del Mall Aventura Chiclayo en 2021 y de los Mall Aventura San Juan De Lurigancho e Iquitos en 2022, los ingresos del segmento inmobiliario de Ripley Corp en Perú aumentarían en un 47% y 61,7% respectivamente, considerando también existiría una recuperación de los efectos de la pandemia. Posteriormente, a partir de 2023, se proyecta un crecimiento real igual a cero, considerando que no hay indicios de que Ripley Corp realizará nuevas inversiones en este segmento.

Cuadro 73: Ingresos proyectados segmento inmobiliario Perú

Inmobiliario Perú	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos inmobiliario Perú (MUF)	284	568	835	1.350	1.350	1.350
% crecimiento	-22,7%	-15,0%	47,0%	61,7%	0,0%	0,0%

Fuente: Elaboración propia

8.1.3.3. Proyección Ingresos Segmento Inmobiliario Consolidado

En el siguiente recuadro, se muestra la proyección de ingresos para segmento inmobiliario a nivel consolidado, es decir, combinando los ingresos de Chile y Perú. Cabe destacar que, a partir del segundo semestre de 2020, Chile no aportaría ingresos en este segmento, por lo que los ingresos consolidados coincidirían con los ingresos de este segmento en Perú.

Cuadro 74: Ingresos proyectados segmento inmobiliario Ripley Corp S.A.

Inmobiliario Ripley Corp S.A.	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos inmobiliarios (MUF)	284	568	835	1.350	1.350	1.350
% crecimiento	-27,7%	-30,7%	47,0%	61,7%	0,0%	0,0%

Fuente: Elaboración Propia

8.1.4. Proyección de flujos por participación en asociadas

En Chile, el resultado de este segmento está relacionado a la participación de Ripley Corp en las empresas asociadas Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. y Nuevos Desarrollos S.A., donde posee el 50% y el 22,5% de la propiedad, respectivamente. Cabe destacar que, en 2019, Ripley Corp vendió el Mall del Centro de Concepción a su coligada Inmobiliaria Viña del Mar, sobre la cual mantiene una participación del 50%. De esta manera, para la proyección se consideró que el 50% los ingresos que previamente eran percibidos por Ripley como ingresos de la explotación del segmento inmobiliario en Chile (asociados a Mall del Centro de Concepción), desde esa fecha en adelante serían

percibidos como ingresos por participación en asociadas.

Para llegar al flujo por participación en asociadas del 2021, el cual considera un crecimiento de 10.220% respecto al cierre del periodo anterior, se tomó el flujo percibido por dicha participación en el año 2018 (MUF 1.007,6) y luego se le agregó el 50% de los ingresos que aportó Mall del Centro de Concepción en ese mismo año (UF 134,5).

Cuadro 75: Flujos proyectados por participación en asociadas

Participación en asociadas	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Participación en asociadas (MUF)	6	11	1.142	1.188	1.235	1.285
% crecimiento	-99,3%	-98,9%	10.220,0%	4,0%	4,0%	4,0%

Fuente: Elaboración propia

8.2. Costos operacionales proyectados

8.2.1. Proyección de costos de venta

Para proyectar los costos de venta de Ripley Corp se utilizó información histórica de la compañía. En primer lugar, se asumió que la incidencia de los costos de venta sobre ingresos del año 2020 sería equivalente a aquella de los últimos 12 meses (67,2%). Posteriormente, se determinó la incidencia de los costos de venta del segundo semestre a partir de la incidencia anual antes mencionada (67,2%) y de la incidencia de los costos de venta en el primer semestre del 2020 (69,2%). De esta manera, se obtuvo que la incidencia de los costos de venta del segundo semestre sería de un 65,9%, la cual es equivalente a aquella del segundo semestre del 2019 (65,9%). Por otra parte, para proyectar la incidencia de los costos de venta desde el año 2021 en adelante, se utilizó la incidencia promedio de los años 2016 (62,7%), 2017 (63,1%) y 2018 (62,6%),

excluyendo aquella del 2019, año que se consideró no representativo. Así, se obtuvo que la incidencia de los costos de venta a partir del año 2021 sería de un 62,8%.

Cuadro 76: Costos de venta proyectados Ripley Corp S.A.

Costo de Venta (P)	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Costo de venta (MUF)	18.593	32.297	35.080	38.503	40.005	41.283
Incidencia sobre ingresos (%)	65,9%	67,2%	62,8%	62,8%	62,8%	62,8%

Fuente: Elaboración propia

8.2.2. Proyección de gastos de administración y ventas consolidados

Para proyectar los gastos de administración y ventas, se siguió la misma lógica utilizada para proyectar los costos de venta. En concreto, se asumió que la incidencia de los gastos de administración y ventas sobre ingresos del año 2020 sería equivalente a aquella de los últimos 12 meses (36,4%). Posteriormente, se determinó la incidencia de los gastos de administración y ventas del segundo semestre a partir de la incidencia anual antes mencionada (36,4%) y de la incidencia de los costos de venta en el primer semestre del 2020 (40,3%). De esta manera, se obtuvo que la incidencia de los gastos de administración y venta del segundo semestre sería de un 33,7%, la cual se asemeja a aquella del segundo semestre del 2019 (33,9%). Por otra parte, para proyectar la incidencia de los gastos de administración y venta desde el año 2021 en adelante, se utilizó la incidencia promedio de los años 2016 (33,3%), 2017 (32,4%) y 2018 (32,9%), excluyendo aquella del 2019, año que se consideró no representativo. Así, se obtuvo que la incidencia de los gastos de administración y ventas a partir del año 2021 sería de un 32,9%.

Cuadro 77: Gastos de administración y ventas proyectados Ripley Corp S.A.

GAV (P)	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Gastos de administración y ventas (MUF)	9.502	17.478	18.358	20.149	20.935	21.604
Incidencia sobre ingresos (%)	33,7%	36,4%	32,9%	32,9%	32,9%	32,9%

Fuente: Elaboración propia

8.3. Resultado no operacional proyectado

En términos generales, el resultado no operacional de Ripley Corp, se compone de: otras ganancias o pérdidas, ingresos financieros, costos financieros, diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste (se excluye participación en asociadas dado que se considerará como operacional). De esas 5 partidas antes mencionadas, consideramos que los ingresos y costos financieros son recurrentes y proyectables en el tiempo, mientras que las diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste no serán proyectadas, dado que, pese a que son recurrentes, su estimación no es previsible de manera certera en el tiempo, considerando que sus valores son stocks asociados a condiciones de mercado y al balance general. En relación con las otras ganancias o pérdidas, tampoco serán proyectadas, ya que al igual que en el caso de las diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste, su estimación no es previsible producto de que no son consecuencia de la operación de la compañía. De esta manera, la proyección de las partidas recurrentes antes mencionadas (ingresos y costos financieros) se realizó utilizando información histórica respecto a su incidencia sobre el total de ingresos de la compañía, así como también sus perspectivas para los siguientes periodos, tomando en consideración los efectos del estallido social y de la pandemia. Esto último afectó particularmente la incidencia de los costos financieros, la cual durante los años 2016 y 2018 se mantuvo estable en un 1,3% del total de ingresos de Ripley Corp, sin embargo, en 2019 alcanzó a un 2,1% y a junio de 2020 a un 3,5%. Ese fuerte

incremento en la incidencia de estos costos guarda relación con un aumento en el monto de los gastos por intereses por un mayor stock de deuda promedio, así como también por la caída en el nivel de ingresos de la compañía.

Para el segundo semestre de 2020 proyectamos que la incidencia de los costos financieros alcance a un 2,5%, cayendo en 1,5 puntos respecto a su incidencia en el primer semestre, en línea con el mayor volumen de ingresos que alcanzaría el segmento retail, principal unidad de negocio de Ripley Corp Luego, para los siguientes periodos, la incidencia de los costos financieros iría acercándose a su promedio histórico (1,3%), hasta alcanzarlo en el año 2023.

Cuadro 78: Resultado no operacional proyectado Ripley Corp S.A.

Resultado No Operacional (P)	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos financieros (MUF)	56	89	112	123	127	131
Costos financieros (MUF)	-706	-1.390	-1.005	-920	-828	-855

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 79: Resultado no operacional proyectado Ripley Corp S.A.

Incidencia sobre Ingresos	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos financieros (%)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Costos financieros (%)	2,5%	-2,9%	-1,8%	-1,5%	-1,3%	-1,3%

Fuente: Elaboración propia

8.4. Impuesto corporativo proyectado

La tasa de impuestos corporativa en Chile es del 27%, mientras que en Perú es de un 29,5%. Para los siguientes periodos proyectamos que no haya modificaciones a dichas tasas, considerando que a junio de 2020 no han existido nuevos antecedentes al respecto. Pese lo anterior, se realizó la proyección en base a una tasa de impuestos

corporativa del 27%, dado que los bonos que mantiene Ripley Corp S.A. a la fecha de valorización, fueron todos emitidos en Chile.

8.5. Estado de resultados proyectado (MUF)

Cuadro 80: Estado de resultados proyectado (MUF)

Estado de Resultados (P) MUF	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos retail	20.102	31.923	38.645	42.925	44.638	46.096
Ingresos banco	7.840	15.574	16.380	17.035	17.714	18.291
Ingresos inmobiliarios	284	568	835	1.350	1.350	1.350
Ingresos de actividades ordinarias	28.226	48.064	55.860	61.310	63.702	65.737
Costo de ventas	18.593	32.297	35.080	38.503	40.005	41.283
Costo de ventas	18.593	32.297	35.080	38.503	40.005	41.283
Resultado bruto	9.633	15.767	20.780	22.807	23.697	24.454
Gasto de administración y otros	9.502	17.478	18.358	20.149	20.935	21.604
Resultado operacional	132	-1.710	2.422	2.658	2.762	2.850
Ingresos financieros	56	89	112	123	127	131
Costos financieros	-706	-1.390	-1.005	-920	-828	-855
Participación en asociadas	6	11	1.142	1.188	1.235	1.285
Resultado no operacional	-644	-1.290	248	391	535	562
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	-512	-3.000	2.670	3.049	3.297	3.412
impuestos a las ganancias	138	810	-721	-823	-890	-921
Ganancia (pérdida)	-374	-2.190	1.949	2.226	2.407	2.491

Fuente: Elaboración propia

8.6. Estado de resultados proyectado (%)

Cuadro 81: Estado de resultados proyectado (%)

Estado de Resultados (P) %	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos retail	71,2%	66,4%	69,2%	70,0%	70,1%	70,1%
Ingresos banco	27,8%	32,4%	29,3%	27,8%	27,8%	27,8%
Ingresos inmobiliarios	1,0%	1,2%	1,5%	2,2%	2,1%	2,1%
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costo de ventas retail	-65,9%	-67,2%	-62,8%	-62,8%	-62,8%	-62,8%
Costo de ventas	-65,9%	-67,2%	-62,8%	-62,8%	-62,8%	-62,8%
Margen Bruto	34,1%	32,8%	37,2%	37,2%	37,2%	37,2%
Gasto de administración y otros	-33,7%	-36,4%	-32,9%	-32,9%	-32,9%	-32,9%
Margen operacional	0,5%	-3,6%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Ingresos financieros	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Costos financieros	-2,5%	-2,9%	-1,8%	-1,5%	-1,3%	-1,3%
Participación en asociadas	0,0%	0,0%	2,0%	1,9%	1,9%	2,0%
Margen no operacional	-2,3%	-2,7%	0,4%	0,6%	0,8%	0,9%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	-1,8%	-6,2%	4,8%	5,0%	5,2%	5,2%
impuestos a las ganancias	0,5%	1,7%	-1,3%	-1,3%	-1,4%	-1,4%
Ganancia (pérdida)	-1,3%	-4,6%	3,5%	3,6%	3,8%	3,8%

Fuente: Elaboración propia

9. PROYECCION DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

9.1. Depreciación y amortización

Para determinar la depreciación y amortización proyectada para el segundo semestre de 2020 y los periodos anuales siguientes comprendidos entre 2021 y 2024, se consideró que se mantendría la relación entre la depreciación y amortización y los ingresos del año 2019 (3,9%), en el cual entró en vigor la normativa contable NIIF 16. Dicha normativa generó en Ripley Corp que, pese a que los activos fijos netos de la compañía creciesen en sólo 2,8%, la depreciación y amortización se incrementase en 55,2% entre ambos años. Por esta razón, para realizar la proyección de la depreciación y amortización, no consideramos su relación con ingresos en periodos previos a 2019, ni tampoco en términos de LTM, considerando que los últimos 12 meses abarcan también el periodo marzo – junio de 2020, en el cual existió una significativa caída en el nivel de ingresos de la compañía por los efectos de la pandemia.

Cuadro 82: Depreciación y amortización histórica

(MUF)	2016	2017	2018	2019	LTM
Compras PPE	1.398	978	716	954	897
Compras de activos intangibles	372	160	274	503	494
Compras de otros activos a LP	196	498	578	361	426
Compras de activos	1.966	1.635	1.568	1.817	1.817
Depreciación y Amortización	1.491	1.472	1.514	2.350	2.377
Compras de activos/Depreciación	131,9%	111,1%	103,5%	77,3%	76,5%
Activos Intangibles	3.126	2.775	2.661	2.700	2.702
PPE	10.326	9.654	9.369	8.757	8.500
Propiedades de Inversión	9.311	9.281	10.782	11.990	12.751
Total Activo Fijo Neto	22.763	21.710	22.811	23.447	23.954
Depreciación/Activo Fijo Neto	6,5%	6,8%	6,6%	10,0%	9,9%
Ingresos	60.665	62.282	61.745	61.018	50.912
Depreciación/Ingresos	2,5%	2,4%	2,5%	3,9%	4,7%

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 83: Depreciación y amortización proyectada

Depreciación y Amortización (P)	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Depreciación y amortización (MUF)	1.087	1.851	2.151	2.361	2.453	2.532
Incidencia sobre ingresos (%)	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%

Fuente: Elaboración propia

9.2. Inversión en reposición

Para determinar la inversión en reposición del segundo semestre de 2020, consideramos que esta mantendría su relación con la depreciación y amortización del primer semestre del año, la cual fue de un 77,3%. Para los periodos siguientes, asumimos que la inversión en reposición sería equivalente al monto de la depreciación de cada año, de manera tal que la compañía pueda sustentar el nivel de ingresos proyectado en el largo plazo, los cuales consideran una tasa de crecimiento real del 0%.

Cuadro 84: Inversión en reposición proyectada

Inversión en reposición (P)	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
Depreciación y amortización (MUF)	1.087	1.851	2.151	2.361	2.453	2.532
Inversión en reposición (MUF)	841	1.851	2.151	2.361	2.453	2.532
Inversión en rep. / Deprec. y Amort.	77,3%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Elaboración propia

9.3. Inversión en capital físico

Respecto a la inversión en capital físico, consideramos que Ripley Corp tanto en el periodo discreto como en el largo plazo, no realizará inversiones superiores al monto de la depreciación, y particularmente en el año 2020, sus compras estarán asociadas a reponer sólo un 77,3% del monto de la depreciación (inversión en reposición). De esta manera, asumimos que Ripley Corp no realizará nuevas inversiones en capital físico. Es importante destacar que en 2020 y 2021 Ripley Corp proyecta abrir 3 nuevos Malls: Mall Aventura Chiclayo, con una inversión estimada en MUS\$ 66.000; Mall Aventura San Juan de Lurigancho, con una inversión estimada en MUS\$ 88.000; y Mall Aventura Iquitos, con una inversión estimada en MUS\$ 70.000. Para efectos de la proyección se consideró que dichas inversiones ya habían sido realizadas por parte de Ripley Corp en su mayor parte.

9.4. Inversión (liberación) de capital de trabajo

Cuadro 85: Capital de trabajo operacional neto histórico

Capital de Trabajo Operacional Neto Histórico	2016	2017	2018	2019	LTM
Capital de trabajo operacional neto (CTON) (MUF)	25.353	27.076	26.982	26.652	25.832
Ingresos Ripley Corp S.A. (MUF)	60.665	62.282	61.745	61.018	50.912
RCTON (%)	41,8%	43,5%	43,7%	43,7%	50,7%

Fuente: Elaboración propia

Para determinar la inversión o liberación de capital de trabajo para el periodo discreto, se utilizó información histórica. En primer lugar, se definió el capital de trabajo operacional neto como el total de activos corrientes, sin considerar el efectivo y equivalentes y los otros activos financieros corrientes, menos el total de pasivos corrientes, sin considerar la deuda financiera y pasivos por arrendamiento. Posteriormente, se determinó el RCTON, que corresponde al capital de trabajo operacional neto de cada periodo, dividido en el total ingresos de ese mismo periodo. Finalmente, se asumió que el promedio del RCTON de los años comprendidos entre 2016 y 2019 representan de mejor manera lo que ocurrirá en el periodo discreto y en el largo plazo, ya que el año 2020 está contaminado por una significativa caída en el nivel de ingresos, que genera que el RCTON en términos de LTM esté muy por sobre el promedio de los demás años (43,2%), razón por la cual no fue considerado.

Es importante destacar que para el cálculo del CTON proyectado, se consideró que Ripley Corp financia sus necesidades de capital de trabajo al inicio de cada periodo, de tal manera que los requerimientos de capital de trabajo para el periodo $t + 1$ (necesarios para solventar el nivel de ventas proyectado) son financiados en el periodo t .

Cuadro 86: Inversión (liberación) de capital de trabajo proyectada

Capital de Trabajo Operacional Neto (P)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
RCTON (%)	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%
CTON (MUF)	20.745	24.110	26.462	27.495	28.373	28.373
Variación CTON (MUF)	-3.365	-2.352	-1.033	-878	0	0

Fuente: Elaboración propia

9.5. Valor terminal

Para determinar el valor terminal, se consideró una tasa de crecimiento de largo plazo en el nivel de ingresos de 0% real, es decir, se asumió que, a partir del año 2025, en términos reales se mantendrían los ingresos del año 2024, al igual que la incidencia de los costos y gastos operacionales sobre estos. De esta manera, el resultado operacional del año 2025 en adelante es igual al resultado operacional del año 2024. Lo anterior también aplica para el flujo procedente de la participación en asociadas, el cual tampoco crecería en el largo plazo. Dado que se asumió que no existirá crecimiento en el nivel de ingresos, así como tampoco habrá cambios en la incidencia de los costos y gastos operacionales, es que la variación de capital de trabajo en el largo plazo es de cero. Finalmente, se asumió que la inversión en reposición será equivalente al monto de la depreciación, y que no existirán compras adicionales.

Cuadro 87: Valor terminal

Valor Terminal	MUF
Resultado operacional después de impuestos	2.081
Participación en asociadas después de impuestos	938
Depreciación y Amortización	2.532
Variación en el capital de trabajo	0
Inversión en reposición	2.532
Valor terminal	64.533

Fuente: Elaboración propia

9.6. Proyección de los flujos de caja libre

$$FCL = EBIT * (1 - tc) + Depreciación y Amortización - \Delta CTON - CAPEX$$

Para proyectar los flujos de caja libres, se realizó la proyección de los ingresos, costos y gastos operacionales, así como también de la depreciación y amortización. De esta manera, se obtuvo el resultado operacional proyectado (EBIT), al cual se le aplicó la tasa de impuestos corporativa (27%). Luego, a dicho resultado, se le agregó la depreciación y amortización íntegra, ya que esta no representa flujo de efectivo y además genera un beneficio tributario. Posteriormente, se determinó la variación de capital de trabajo operacional neto entre los distintos periodos, en base a lo detallado anteriormente, y finalmente se dedujo la inversión en reposición (CAPEX), considerando que esta sería equivalente a la depreciación y que no existirían compras adicionales.

Cuadro 88: Proyección de los flujos de caja libre

(MUF)	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024	Valor Terminal
(+) Resultado operacional (DDI)	96	-1.249	1.768	1.941	2.016	2.081	2.081
(+) Participación en asociadas (DDI)	4	8	834	867	902	938	938
(+) Depreciación y Amortización (I)	1.087	1.851	2.151	2.361	2.453	2.532	2.532
(-) Variación en el capital de trabajo (I)	3.365	3.365	2.352	1.033	878	0	0
(-) Inversión en reposición (I)	841	1.851	2.151	2.361	2.453	2.532	2.532
Flujo de caja libre	-3.018	-4.605	250	1.775	2.040	3.019	64.533

Mid-Year Convention

Periodos a descontar FCL	0,25	0,75	1,25	1,75	2,25		
Valor presente FCL	-2.984		241	1.677	1.883	2.724	58.225

Fuente: Elaboración propia

10. PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO

10.1. Precio de la acción proyectado

Cuadro 89: Valorización del negocio y precio de la acción Ripley Corp S.A.

Precio por acción	30-06-2020
(+) VP FCL periodo discreto (MUF)	3.541
(+) VP Valor Terminal (MUF)	58.225
Valor del Negocio (MUF)	61.766
(-) Deuda Financiera Neta (MUF)	55.198
(+) Activos Prescindibles (MUF)	267
(+) Exceso de Capital de Trabajo (MUF)	5.087
Valor del patrimonio (MUF)	11.921
Valor de la UF al 30-06-2020 (\$)	28.696,42
Valor del patrimonio en pesos (\$)	342.100.314.702
Número de acciones (unidades)	1.936.052.298
Precio por acción (\$)	177

Fuente: Elaboración propia

A partir de los cálculos realizados, se obtiene que el valor del negocio es de MUF 61.766, que corresponde a la suma del valor presente de los flujos de caja libre del periodo discreto (MUF 3.541), más el valor presente del valor terminal (MUF 58.225). Una vez obtenido el valor del negocio, se restó de este la deuda financiera neta (MUF 55.198)³¹ y se le agregó los activos prescindibles (MUF 267) y el exceso de capital de trabajo (MUF 5.087). De esta manera se obtuvo el valor estimado del patrimonio, equivalente a MUF 11.921. Finalmente, se dividió el valor del patrimonio (en pesos), entre el número de acciones de Ripley Corp S.A. a esa fecha, y se obtuvo un precio por acción de \$177. Considerando que el precio real de la acción de Ripley al 30 de junio de 2020 es de \$267, es posible concluir que dicho precio (\$267), está sobrevalorado en un 50,84% respecto a la valorización realizada mediante el método de flujo de caja descontado.

³¹ Deuda financiera neta = deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes

10.2. Análisis de Sensibilidad

Cuadro 90: Análisis de sensibilidad

Tasa de descuento/ Crecimiento FCL 2025+	g = 0%	g = 2013- 2019 (1,03%)	g = 2016- 2018 (0,89%)
4,21%	186	597	543
4,30%	184	557	506
4,40%	182	520	472
4,49%	180	485	440
4,58%	179	452	409
4,68%	177	420	379
4,77%	175	390	352
4,86%	173	362	325
4,96%	171	335	300
5,05%	169	309	275
5,15%	167	284	252

Fuente: Elaboración propia

El precio de la acción calculado (\$ 177), está fuertemente impactado por la tasa de descuento aplicada (4,68%) y la tasa de crecimiento de los flujos de caja asumida para la perpetuidad (0%). Por esta razón, se efectuó un análisis de sensibilidad, en el que se consideró una desviación de +- 10% en el valor de la tasa de descuento aplicada, en intervalos de +- 2%, así como también se consideraron distintas tasas de crecimiento real para los flujos de caja libres alcanzados desde el año 2025 en adelante.

En línea con lo anterior, se sensibilizaron los resultados en base a dos tasas de crecimiento adicionales a la asumida (0% real). Estas fueron calculadas en base a información histórica, como el promedio del crecimiento de Ripley Corp S.A. entre los años 2013 y 2019 (1,03%), y entre los años 2016 y 2018 (0,89%). En este último periodo, se excluyó el año 2019, dado que se consideró como poco representativo, al estar impactado por los efectos del estallido social. De esta manera, se aprecia que,

dependiendo de la tasa de descuento aplicada y de la tasa de crecimiento asumida, el precio de la acción fluctúa entre \$ 167 y \$ 597.

11. CONCLUSIÓN MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO

El objetivo de esta sección fue realizar la valorización de las acciones de Ripley Corp S.A. al 30 de junio de 2020 utilizando el método de flujos de caja descontados y concluir si a esa fecha existe una subvaloración o sobrevaloración por parte del mercado para dichas acciones.

Previo a realizar la valoración de la compañía, se realizó una investigación profunda respecto a la información histórica del negocio y de sus distintos segmentos, para posteriormente ser incorporada en las proyecciones que se realizaron para determinar sus flujos de caja futuros.

Para lo anterior, se definió un periodo discreto y un valor terminal. Se consideró como periodo discreto de valoración el comprendido entre el segundo semestre de 2020 y el cierre del año 2024, mientras que se definió como valor terminal, el valor presente de los flujos de caja libres desde el año 2025 en adelante (a perpetuidad).

Para efectos del cálculo de los flujos de caja libres del periodo discreto, se utilizó una serie de supuestos asociados a las perspectivas de crecimiento de las distintas industrias en las que participa Ripley Corp S.A. (retail, bancaria e inmobiliaria). Dichas perspectivas definieron el nivel de ingresos que alcanzaría la compañía al cierre de cada año del periodo discreto. Además, se utilizó información histórica para determinar la incidencia de los costos y gastos operacionales sobre los ingresos para cada uno de esos años. A partir de los cálculos realizados, se determinó que el valor presente de los flujos de caja del periodo discreto de valoración fue de MUF 3.541.

Por otra parte, se determinó un valor terminal, en el cual se agruparon todos los flujos de caja libres desde el año 2025 en adelante. Para efectos de cálculo de este valor terminal, se asumió una tasa de crecimiento real del 0% a perpetuidad. A partir de los cálculos realizados, se obtuvo un valor terminal de MUF 64.533, que, al ser llevado a valor presente, se reduce a MUF 58.225.

Para descontar los flujos de caja libres y llevarlos a valor presente (al 30 de junio de 2020), se utilizó la tasa WACC (costo de capital). Para determinar dicha tasa, se utilizaron empresas comparables, a modo de obtener el riesgo sistémico de las industrias en las que participa Ripley Corp S.A. Dicho riesgo sistémico fue calculado en 0,58 veces. Posteriormente, se consideró la estructura de capital objetivo de compañía (57% deuda, 43% patrimonio), determinada en base a información histórica. Por otro lado, se asumió un beta de la deuda de Ripley Corp igual a cero y se utilizó el método de Hamada para apalancar el riesgo sistémico antes definido a la estructura de capital objetivo definida.

Finalmente se utilizó el *Capital Asset Pricing Model* para determinar el costo patrimonial y se incorporó un premio por tamaño. Así, se obtuvo que la tasa de descuento a aplicar para descontar los flujos de caja libres fue de 4,68%.

Aplicando dicha tasa a los flujos de caja libres determinados y utilizando también el *mid-year convention* para definir el número de periodos al que se debía descontar cada flujo de caja, se obtuvo que el valor del negocio de Ripley Corp S.A. es de MUF 61.766 al 30 de junio de 2020. A dicho valor, se le dedujo la deuda financiera neta y se le agregó los activos prescindibles y el exceso de capital de trabajo. Así, se determinó que el valor de patrimonio de Ripley Corp a la fecha de valoración, fue de MUF 11.921 (equivalente \$ 342.100.314.702). Al dividir dicho valor en el número de acciones de la compañía

(1.936.052.298), se obtuvo un precio por acción de \$ 177, tras lo cual fue posible concluir que, a esa fecha, el mercado sobrevaloraba la acción de Ripley Corp en un 50,84%.

Es importante destacar que para calcular el precio por acción obtenido (\$ 177), fue necesario realizar una serie de supuestos. De ellos, los más relevantes fueron los relacionados con las perspectivas de crecimiento de la compañía (tanto en el periodo discreto de valoración, como a perpetuidad) y con la tasa de descuento. Por esta razón, se realizó un análisis de sensibilidad, a modo de identificar cual sería el valor de la compañía utilizando distintas tasas de descuento y distintas tasas de crecimiento perpetuo. Al realizar este análisis, se obtuvo precios que fluctuaron entre los \$ 167 y \$ 597.

BIBLIOGRAFÍA

- Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000.
- Maquieira, Carlos. "Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica". Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010.
- Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002)
- Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.
- Feller Rate, Informe de Clasificación de Ripley Corp, Julio 2019.
- Memoria Anual Ripley Corp S.A. 2019
- CMF / Mercado de Valores / Entidades fiscalizadas / Emisores de Valores de Oferta Pública, RIPLEY CORP S.A.
- <https://ripleyinversionistas.cl/es/>
- <https://www.america-retail.com/peru/peru-ripley-paraliza-la-construccion-de-nuevos-centros-comerciales/>
- Estados Financieros Ripley Corp S.A. – 31/12/2016
- Estados Financieros Ripley Corp S.A. – 31/12/2017
- Estados Financieros Ripley Corp S.A. – 31/12/2018
- Estados Financieros Ripley Corp S.A. – 30/06/2019
- Estados Financieros Ripley Corp S.A. – 31/12/2019
- Estados Financieros Ripley Corp S.A. – 30/06/2020
- Análisis razonados trimestrales de Ripley Corp S.A.
- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- <https://www.america-retail.com/peru/peru-nuevo-horario-de-atencion-de-ripley-y-saga-falabella/>
- Duff & Phelps