



Valorización de la Empresa Ripley Corp

Al 31 de marzo 2020

Alumno: Miguel-Angel Candia Azócar

Profesor Guía: Carlos Maquieira

Índice

1. Resumen Ejecutivo	5
2. Metodología	6
2.1. Principales métodos de valoración	6
2.1.1. Modelo de descuento de dividendos	7
2.1.2. Método de flujos de caja descontados	7
2.1.3. Método de múltiplos	10
3. Descripción de la Empresa y la Industria	12
3.1. Descripción de la empresa	12
2.2. Descripción de la industria	15
2.3. Principales Filiales y su regulación y/o fiscalización	16
2.4. Principales accionistas	17
2.5. Empresas de la Industria	18
4. Estados Financieros de la Empresa	20
4.1. Estado de situación financiera	20
4.2. Estado de resultados	24
4.3. Estados de Flujos de Efectivo	25
4.4. Razones Financieras	26
5. Estructura de Capital de la Empresa	29
5.1. Deuda Financiera	29

5.1.1. Bonos.....	29
5.2. Patrimonio Económico	30
5.3. Estructura de Capital Objetivo.....	30
6. Estimación del Costo de Capital de la Empresa	32
6.1. Costo de la Deuda.....	32
6.2. Beta de la Deuda	32
6.3. Estimación del beta patrimonial.....	32
6.4. Beta patrimonial sin deuda.....	34
6.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	35
6.6. Costo Patrimonial	35
6.7. Costo de Capital.....	35
7. Análisis Operacional Del Negocio e Industria	37
7.1. Análisis de crecimiento de la empresa.....	37
7.2. Análisis de crecimiento de la Industria	38
7.2.1. Industria del Retail en Chile	38
7.2.2. Industria Bancaria en Chile	39
7.2.3. Industria de Retail en Perú	40
7.2.4. Industria Bancaria en Perú.....	41
8. Proyección del Estado de Resultados	43
8.1. Ingresos operacionales proyectados	43

8.1.1. Sector Retail Chile	43
8.1.2. Sector Bancario Chile	44
8.1.3. Sector Inmobiliario Chile	44
8.1.4. Sector Retail Perú	45
8.1.5. Sector Bancario Perú	46
8.1.6. Sector Inmobiliario Perú	46
8.1.7. Oficinas Centrales	47
8.1.8. Factores Críticos Considerados en la Proyección.....	48
8.2. Costos operacionales proyectados	48
8.3. Resultado no operacional proyectado	50
8.4. Impuesto corporativo proyectado	50
8.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF	50
8.6. Estado de resultados proyectado porcentual	51
9. Proyección de los Flujos de Caja Libre	51
9.1. Depreciación y amortización.....	51
9.2. Inversión en reposición	52
9.3. Inversión en capital físico	52
9.4. Inversión (liberación) de capital de trabajo	54
9.5. Proyección de los flujos de caja libre	54

9.6. Posibles Efectos del COVID-19 en las proyecciones realizadas	56
9.7. Valor Terminal.....	56
10. Precio de la Acción Proyectado	58
10.1. Valor presente de los flujos de caja libre	58
10.2. Déficit (Exceso) de capital de trabajo	58
10.3. Activos prescindibles	58
10.4. Deuda financiera	59
10.5. Valorización económica de la empresa y del precio de la acción.....	59
10.6. Análisis de sensibilidad	60
11. Conclusiones	62
12. Anexos	63
13. Referencias	67

1. Resumen Ejecutivo

El presente estudio tiene como principal objetivo la valorización económica de la empresa Ripley Corp S.A. Para poder llevar a cabo esta valorización, se utilizó el método de flujos de cajas descontados.

En esta valorización se llevó a cabo una proyección de los flujos de cajas futuros de considerando tasas de crecimiento históricas, distintos análisis de mercado por cada segmento de negocios del holding, y otros factores tales como proyectos futuros que la empresa tiene planificado hacer en los próximos años.

Con flujos proyectados en base a los factores antes descritos, se descontaron a una tasa de costo de capital (WACC) de 4,27% y con ello más la suma de los activos prescindibles, se obtuvo un valor estimado del valor de los activos de la empresa de 87.879 MUF, a la cual se le descontó el valor de la deuda financiera a la misma fecha de estimación del valor de la acción, la cual era de 72.800 MUF. Finalmente, con este valor se logró obtener el patrimonio económico, el cual al descontarlo por el número de acciones y multiplicarlo por el valor de la UF del día de estimación, nos brindó el valor de la acción de Ripley al 31 de marzo de 2020, el cual fue de CLP 222,73. Este precio obtenido difiere en un 20,5% del valor del mercado en ese momento del tiempo, el cual alcanzaba un valor de CLP 184,85 por acción.

Esta variación obtenida, la asociamos a que el valor de la acción en ese momento del tiempo, estuvo expuesta a grandes fluctuaciones del mercado debido al temor de estos ante las posibles consecuencias del virus Covid-19 podría traer a la economía nacional y mundial, lo cual podríamos corroborar al ver el comportamiento del precio de la acción la cual se transó en CLP 257,63 en promedio durante el año 2020.

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) Las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos).
- IV) El descuento de flujo de fondos¹.

Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y 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, múltiplos o comparables² y flujo de caja descontados. 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 de 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.

2.1.1. Modelo de descuento de dividendos

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

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA}{K_p}$$

Donde:

DPA, es el dividendo por acción; y k_p , 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:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA}{(K_p - g)}$$

Donde:

DPA, son los dividendos por acción del próximo periodo³.

2.1.2. Método de flujos de caja descontados

El caso del método de flujo de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar compañías y una de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro

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

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 del 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 metodologías⁴.

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 plazo, los 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 empresa.

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

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

marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad.

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, la que se 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.

2.1.3. Método de múltiplos

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

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. 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 distintas diferencias que podrían 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 ellos⁵:

1. Múltiplos de ganancias:

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

⁵ 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. 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)

3. Múltiplos de ventas:

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

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 y la Industria

3.1. Descripción de la empresa

Ripley Corp SA, es una multinacional de origen chileno, fundada el año 2004 con Rut 99.579.730-5. Esta empresa transa en la bolsa de comercio de Santiago de Chile, bajo el nemotécnico de RIPLEY. Actualmente opera en Chile y en Perú, en los negocios Inmobiliarios, Retail y Bancario. Dada la naturaleza de los negocios del holding, estos les dan la capacidad para poder integrarse entre sí logrando mejores resultados. Hoy en día Ripley se encuentra dentro de los 3 principales actores del Retail en Chile, en conjunto con Falabella y Cencosud.

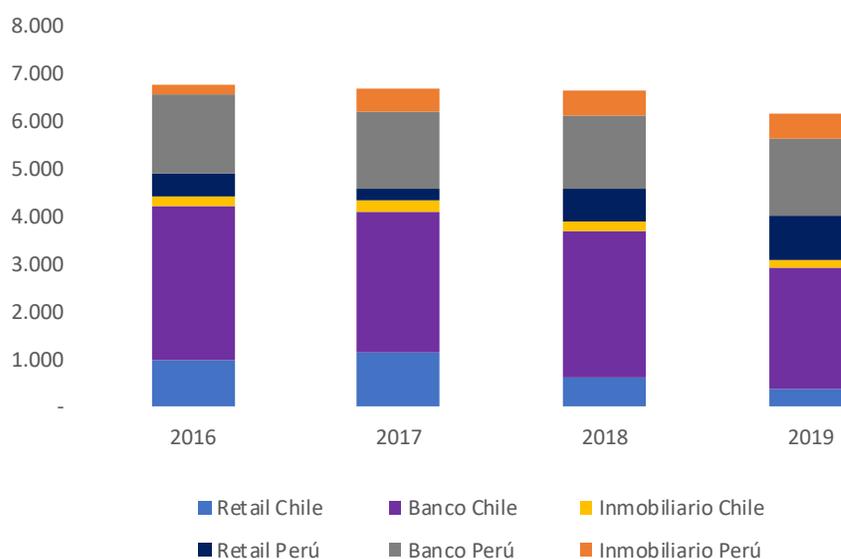
Tabla 1: Descripción de la Empresa

	Observaciones Generales
<i>Razón Social</i>	Ripley Corp S.A.
<i>Rut</i>	99.579.730-5
<i>Nemotécnico</i>	RIPLEY
<i>Mercado que Opera</i>	Bolsa de Valores de Santiago
<i>Industria</i>	Retail
<i>Regulación</i>	Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de Ripley.

Como se señaló anteriormente, los negocios del grupo son Inmobiliarios, Retail y Bancarios, concentrados estos en los países ya mencionados, contribuyendo al EBITDA de la empresa según la siguiente distribución:

Figura 1: EBITDA por Segmentos de Ripley Corp



Fuente: Elaboración Propia

La descripción general de los negocios de Ripley Corp se muestran a continuación:

Chile

Negocio Retail

El negocio de Retail de Ripley consiste en una tienda por departamentos, estando orientados principalmente a líneas de vestuario, línea blanca, electrónica y decoración entre otros.

Durante los últimos años el negocio de las tiendas por departamentos de Ripley ha tenido un fuerte crecimiento, llegando actualmente a 46 tiendas, 18 en la Región Metropolitana (39,13%) y el resto en las demás regiones del país (60,87%). Además, en los últimos años se ha visto un incremento significativo de ventas a través de la página www.ripley.com, las cuales se vieron altamente acrecentadas el último año (en un 26%) producto de la “crisis social” que afectó al País.

Negocio Bancario

El negocio bancario de Ripley se subdivide en dos componentes, la primera es el Banco Ripley el cual otorga créditos de consumo, administra cuentas vistas, depósitos a plazo y otros servicios financieros a clientes de ingresos medios.

La segunda componente del negocio viene dada por tarjetas de crédito (CAR), permitiendo otorgarles financiamiento a los clientes de Ripley Retail. Actualmente la estrategia busca expandir el otorgamiento de créditos para otros comercios y no sólo a Ripley.

Negocio Inmobiliario

El negocio inmobiliario de Ripley consiste principalmente en el arrendamiento de diversas tiendas en centros comerciales de propiedad o participación de la empresa. Últimamente la compañía decidió intensificar el desarrollo del negocio inmobiliario en centros comerciales de mayor potencial y crecimiento, a través de la asociación con el Grupo Mall Plaza.

Perú

Negocio Retail

Al igual que en Chile, el negocio de Retail de Ripley en Perú consiste en tiendas por departamento. El crecimiento ha sido exponencial en los últimos años, pasando de estar solamente en Lima al inicio, a encontrarse hoy presente en las ciudades de La Libertad (Trujillo), Lambayeque (Chiclayo), Arequipa, Piura, Junín (Huancayo), Ancash (Chimbote), Ica, Cajamarca, Juliaca y Pucallpa.

Con toda esta expansión, al 31 de marzo de 2020 Ripley cuenta con 28 tiendas de departamentos ubicadas en las locaciones antes mencionadas y tiene planificado abrir dos más durante el año 2020.

Negocio Bancario

El negocio bancario de Ripley está presente a través del banco Ripley Perú S.A., donde el principal producto es la tarjeta de crédito “Tarjeta Ripley MasterCard”, la cual tiene como objetivo otorgar a los clientes un instrumento para financiar las ventas de los productos a nivel nacional.

Negocio Inmobiliario

El negocio inmobiliario de Ripley en Perú consiste al igual que en Chile, en el arrendamiento de diversas tiendas en centros comerciales de propiedad o participación de la empresa. La expansión ha sido creciente, es así que durante el año 2019 se realizó una expansión del Mall Aventura Santa Anita por 90.000 metros cuadrados y durante el año 2020 se espera lograr la apertura del Mall de Chiclayo arrendable por 49.000 metros cuadrados.

2.2. Descripción de la industria

Como se ha señalado anteriormente, Ripley Corp compete en tres industrias diferentes, sin embargo, la principal es el Retail. Es ahí donde se produce un 70% de las ventas de la compañía, como se puede ver en el gráfico adjunto (anexo 6). Dado lo anterior, es en este punto donde se pondrá el énfasis en el análisis de esta industria.

La industria del Retail se refiere al tipo de comercio que vende productos en bajas unidades, es decir, al por menor. Dentro de los formatos del Retail, el más tradicional utilizado es el de la venta a través de departamentos que concentran tipos específicos de productos.

Prácticamente toda la industria utiliza esta estructura, sin embargo, el desafío permanente es lograr una diferenciación del resto a través del posicionamiento de la marca e idealmente ofrecer marcas propias en cada departamento. Lo anterior sumado a otras formas de diferenciación no directamente acordes al negocio, como lo son la eficiencia operacional, lograr una mayor cobertura geográfica y la de facilitar el alcance de créditos a los clientes.

En el último tiempo la industria del Retail ha tenido que adaptarse a las tendencias que han ido impulsando las nuevas tecnologías, dentro de las cuales destacan el comercio electrónico y móvil. Los desafíos en la industria están principalmente enfocados en desarrollar plataformas que cumplan con la exigencia de productos y servicios cada vez más personalizados acordes con la exigencia de los clientes. Junto a lo anterior, lograr

y ofrecer mayor variedad de artículos a consumidores que buscan productos cada vez más especializados, mejorando los niveles de atención y de servicio.

2.3. Principales Filiales y su regulación y/o fiscalización

Chile

En Chile la principal filial de Ripley Corp es Ripley Chile, en la cual se desarrollan las 3 áreas de negocios de la empresa (Retail, Bancario e Inmobiliario). Para ello esta filial utiliza las siguientes subsidiarias para poder llevar a cabo el desarrollo de los negocios: Ripley Store Ltda, Ripley Financiero S.A, Comercial Eccsa S.A, Corredora de Seguros Ripley Ltda y CAR S.A.

Perú

En el caso de Perú, la principal filial es Ripley Internacional S.A. en la cual se desarrollan las 3 áreas de negocios de la empresa (Retail, Bancario e Inmobiliario). Para ello esta filial utiliza las siguientes subsidiarias para poder llevar a cabo el desarrollo de los negocios: Inversiones Ripley Perú Limitada e Inversiones en Tiendas por Departamento Ltda, Tiendas por Departamento Ripley S.A. y Banco Ripley Perú S.A.

De las filiales pertenecientes a Ripley Corp, las siguientes son reguladas por instituciones de Chile y Perú:

Tabla 2: Filiales y sus Reguladores

Filial	Actual Regulador	Anterior Regulador
Ripley Corp S.A.	Comisión para el Mercado Financiero (CMF)	Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)
Ripley Chile S.A	Servicio Nacional del Consumidor (Sernac)	Servicio Nacional del Consumidor (Sernac)
Ripley Chile S.A	Comisión para el Mercado Financiero (CMF)	Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)
Banco Ripley (Chile)	Comisión para el Mercado Financiero (CMF)	Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF)
Car S.A.	Comisión para el Mercado Financiero (CMF)	Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF)
Ripley Perú S.A.	Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS Perú)	Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS Perú)

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de Ripley.

A modo de información y dado los cambios de regulador ocurridos en Chile, se muestra el antiguo regulador y el nuevo correspondiente para evitar confusiones.

Finalmente, cabe señalar que la empresa se encuentra regulada bajo las reglas de la Dirección del Trabajo en Chile y del Consejo Nacional de Trabajo y Promoción de Empleo en Perú.

2.4. Principales accionistas

Los Principales accionistas de Ripley Corp al 31 de marzo del 2020 son:

Tabla 3: Mayores Accionistas de Ripley al 31 de marzo

N o.	Accionistas	Número de acciones	Porcent aje
1	Inversiones R Matriz Limitada	697.187.696	36,0%
2	Inversiones Ck li Limitada	107.523.662	5,6%
3	Btg Pactual Chile S A C De B	75.402.192	3,9%
4	Inversiones Familiares Sociedad Colectiva Civil	74.532.800	3,9%
5	Fondo Mutuo Btg Pactual Chile Acción	71.682.310	3,7%
6	Inversiones Verónica Berta Calderón Eirl	61.411.730	3,2%
7	International Funds Limitada	57.586.397	3,0%
8	Afp Provida S.A. Para Fdo. Pensión C Banco Itau Corpbanca Por Cta. De Inversionistas	48.183.666	2,5%
9	Extranjeros	44.993.690	2,3%
10	Afp Habitat S A Para Fdo Pensión C	39.432.559	2,0%
11	Credicorp Capital Sa Corredores De Bolsa	39.043.089	2,0%
12	Afp Cuprum S A Para Fdo Pensión C	34.905.817	1,8%
13	Otros Accionistas	584.166.690	30,2%

Fuente: Información pública de la Comisión para el mercado Financiero al 31 de marzo 2020

Donde el controlador de Ripley Corp es la sociedad Inversiones R Matriz Limitada, la cual indirectamente es dueña de un 42,84% de la empresa. Por su parte, la dueña y controladora de Inversiones R Matriz Limitada es la familia Calderón Volochinsky (En ella participan actualmente Andrés, Lázaro y Michel Calderón Volochinsky). Finalmente cabe señalar que el año 2019, se suscribió un acuerdo de sindicación de votos entre los controladores de Inversiones R Matriz Limitada y Verónica Calderón Volochinsky.

2.5. Empresas de la Industria

En la industria del Retail, existen diversos actores, sin embargo, debido a las magnitudes de ventas que maneja Ripley Corp y en los países en que participa, nos centraremos en tres de ellos: Cencosud, Falabella y Forus.

Cencosud (Tiendas por Departamento):

Cencosud S.A. es una de las empresas dedicadas al sector Retail más importante dentro de Latinoamérica (con presencia en Chile y Perú). Dentro de sus segmentos de negocios se encuentran los Supermercados, tiendas para el mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales, desarrollo inmobiliario y servicios financieros.

De forma complementaria a su negocio principal, mantiene propiedades inmobiliarias como inversión para generar ingreso mediante arriendos o ganancias de capital debido a la plusvalía de estos inmuebles. Dentro de sus activos inmobiliarios, se cuentan terrenos, edificios, centros comerciales en Chile, Argentina, Perú y Colombia y otros proyectos inmobiliarios que se encuentran en desarrollo.

Se considera a esta empresa muy importante dentro de la industria del Retail, por sus tiendas por departamento más conocidos en Chile por Almacenes Paris, por lo cual para realizar cualquier tipo de análisis se debe considerar solo esta parte del negocio de Cencosud para compararlo con Ripley.

Falabella

S.A.C.I. FALABELLA es una compañía de Retail con presencia en muchos países dentro la región (entre ellos Chile y Perú), cuyas acciones son transadas en el mercado local en la Bolsa de Santiago.

Además de su línea de Retail, Falabella ha desarrollado la venta de productos para la construcción y del hogar, así también alimentos a través de supermercados. Tiene participación en el sector inmobiliario, específicamente en lo relacionado a centros comerciales (construcción, arriendo, administración, etc.). Finalmente, Falabella cuenta con su línea de negocios bancaria, ofreciendo apoyo a su negocio principal con el uso de tarjetas de crédito y corredores de seguros.

Forus S.A.:

Forus es una empresa que trabaja importando, fabricando, exportando y distribuyendo artículos de calzado, vestuarios, textiles y todo tipo de productos relacionados con el textil y calzado. Esto lo lleva a cabo a través ventas con tiendas propias y en las principales tiendas de departamento en Chile.

Forus posee presencia en Chile, Perú, Uruguay y Colombia. Esta empresa posee un portafolio de 22 marcas, dentro de las cuales las que más destacan son: Rockford, Merrell, Jansport, Harley Davidson, Brooks, Columbia, Hush Puppies, Cat y Patagonia.

4. Estados Financieros de la Empresa

4.1. Estado de situación financiera

A continuación, se presenta el estado de situación financiera de Ripley Corp desde el año 2016 al primer trimestre del año 2020, expresado en miles de UF (MUF) en tabla 4 y en porcentajes (con respecto a los activos totales) en la tabla 5.

Tabla 4: Estados de Situación Financiera Historicos (Expresados en UF)

Estado de Situación Financiera (Expresado en MUF)	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-mar-20
Activos					
Activos Corrientes					
Efectivo y equivalentes y otros activos financieros	8.892	9.058	6.430	10.269	8.680
Otros activos financieros	0	0	3.151	3.616	3.917
Otros activos no financieros	342	394	407	327	390
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	26.597	28.190	28.610	29.148	28.273
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	137	173	188	51	49
Inventarios	9.520	9.597	10.532	9.850	10.577
Activos por impuestos	993	1.161	969	2.442	2.442
Activos mantenidos para la venta	2.821	1.922	1.710	344	268
Totales activos, corrientes	49.303	50.495	51.998	56.046	54.597
Activos No Corrientes					
Otros activos financieros	934	1.962	1.755	3.394	4.327
Otros activos no financieros	387	596	413	150	154
Derechos por cobrar	16.215	15.864	16.448	16.531	16.328
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0	0	0	0	0
Inversiones en asociada	8.750	9.597	9.006	9.562	9.643
Activos intangibles distintos de la plusvalía	3.126	2.775	2.661	2.700	2.771
Derechos de uso	0	0	0	12.102	12.208
Plusvalía, propiedades, planta y equipo y de inversión	20.479	19.723	20.982	21.636	23.415
Activos por impuestos diferidos	2.630	2.706	3.855	5.131	5.657
Totales activos, no corrientes	52.522	53.222	55.119	71.204	74.501
Total Activos	101.825	103.717	107.117	127.251	129.099

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de Ripley.

Tabla 4: Estados de Situación Financiera Históricas (Expresados en UF)

Estado de Situación Financiera (Expresado en MUF)	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-mar-20
Patrimonio y Pasivos					
Pasivos					
Pasivos Corrientes					
Otros pasivos financieros	34.065	28.338	29.846	34.058	37.427
Pasivos por arrendamientos	0	0	0	1.032	1.101
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	12.751	12.359	12.877	12.359	9.513
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	850	668	646	915	898
Otras provisiones	397	190	674	1.056	1.098
Pasivos por Impuestos	98	255	302	263	344
Otros pasivos	936	876	928	902	904
Pasivos mantenidos para la venta	25	14	8	14	0
Totales pasivos, corrientes	49.123	42.699	45.281	50.600	51.285
Pasivos No Corrientes					
Otros pasivos financieros	16.536	23.521	23.479	21.418	20.856
Pasivos por arrendamientos	0	0	0	12.689	13.416
Cuentas por pagar	1	4	6	46	25
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0	0	0	3.016	2.984
Pasivo por impuestos diferidos	1.622	1.641	1.807	2.181	2.375
Otros pasivos	558	592	615	788	801
Totales pasivos, no corrientes	18.717	25.758	25.907	40.139	40.457
Patrimonio					
Capital emitido	7.738	7.608	7.396	7.201	7.129
Ganancias acumuladas	19.915	22.125	22.184	21.967	21.326
Primas de emisión	6.168	6.064	5.895	5.740	5.682
Otras reservas	153	-547	443	1.599	3.214
Participaciones no controladoras	11	11	11	4	5
Total Patrimonio	33.985	35.261	35.929	36.512	37.357
Total Patrimonio y Pasivos	101.825	103.717	107.117	127.251	129.099

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de Ripley.

Tabla 5: Estados de Situación Financiera Historicos (Expresados en UF)

Estado de Situación Financiera (Expresado en %)	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-mar-20
Activos					
Activos Corrientes					
Efectivo y equivalentes y otros activos financieros	8,73%	8,73%	6,00%	8,07%	6,72%
Otros activos financieros	0,00%	0,00%	2,94%	2,84%	3,03%
Otros activos no financieros	0,34%	0,38%	0,38%	0,26%	0,30%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	26,12%	27,18%	26,71%	22,91%	21,90%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,13%	0,17%	0,18%	0,04%	0,04%
Inventarios	9,35%	9,25%	9,83%	7,74%	8,19%
Activos por impuestos	0,98%	1,12%	0,90%	1,92%	1,89%
Activos mantenidos para la venta	2,77%	1,85%	1,60%	0,27%	0,21%
Totales activos, corrientes	48,42%	48,69%	48,54%	44,04%	42,29%
Activos No Corrientes					
Otros activos financieros	0,92%	1,89%	1,64%	2,67%	3,35%
Otros activos no financieros	0,38%	0,57%	0,39%	0,12%	0,12%
Derechos por cobrar	15,92%	15,29%	15,35%	12,99%	12,65%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Inversiones en asociada	8,59%	9,25%	8,41%	7,51%	7,47%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	3,07%	2,68%	2,48%	2,12%	2,15%
Derechos de uso	0,00%	0,00%	0,00%	9,51%	9,46%
Plusvalía, propiedades, planta y equipo y de inversión	20,11%	19,02%	19,59%	17,00%	18,14%
Activos por impuestos diferidos	2,58%	2,61%	3,60%	4,03%	4,38%
Totales activos, no corrientes	51,58%	51,31%	51,46%	55,96%	57,71%
Total Activos	100%	100%	100%	100%	100%
Patrimonio y Pasivos					
Pasivos					
Pasivos Corrientes					
Otros pasivos financieros	33,45%	27,32%	27,86%	26,76%	28,99%
Pasivos por arrendamientos	0,00%	0,00%	0,00%	0,81%	0,85%
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	12,52%	11,92%	12,02%	9,71%	7,37%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0,83%	0,64%	0,60%	0,72%	0,70%
Otras provisiones	0,39%	0,18%	0,63%	0,83%	0,85%
Pasivos por Impuestos	0,10%	0,25%	0,28%	0,21%	0,27%
Otros pasivos	0,92%	0,84%	0,87%	0,71%	0,70%
Pasivos mantenidos para la venta	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%
Totales pasivos, corrientes	48,24%	41,17%	42,27%	39,76%	39,73%
Pasivos No Corrientes					
Otros pasivos financieros	16,24%	22,68%	21,92%	16,83%	16,15%
Pasivos por arrendamientos	0,00%	0,00%	0,00%	9,97%	10,39%
Cuentas por pagar	0,00%	0,00%	0,01%	0,04%	0,02%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0,00%	0,00%	0,00%	2,37%	2,31%
Pasivo por impuestos diferidos	1,59%	1,58%	1,69%	1,71%	1,84%
Otros pasivos	0,55%	0,57%	0,57%	0,62%	0,62%
Totales pasivos, no corrientes	18,38%	24,83%	24,19%	31,54%	31,34%
Patrimonio					
Capital emitido	7,60%	7,34%	6,90%	5,66%	5,52%
Ganancias acumuladas	19,56%	21,33%	20,71%	17,26%	16,52%
Primas de emisión	6,06%	5,85%	5,50%	4,51%	4,40%
Otras reservas	0,15%	-0,53%	0,41%	1,26%	2,49%
Participaciones no controladoras	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%
Total Patrimonio	33,38%	34,00%	33,54%	28,69%	28,94%
Total Patrimonio y Pasivos	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de Ripley.

Del Estado de Situación Financiera, se puede observar que Ripley mantiene una estructura de activos muy balanceada entre sus activos corrientes y no corrientes, representando cada uno casi un 50% del total de activos. Este equilibrio se ha ido

rompiendo en el último tiempo, debido a la adopción de la nueva NIIF 16 de contratos por arrendamiento, lo cual generó una nueva línea de partida llamada Derechos de uso, que hizo que los activos no corrientes fueran mayores que los corrientes. La NIIF 16, establece que, para los activos y pasivos derivados de un contrato de arrendamiento, estos deben medirse al valor presente al momento de iniciar el contrato. Por temas asociados a derecho de uso de terrenos, Ripley vio aumentada su partida corriente en 12.204 MUF (o un 9% de los activos totales).

Centrándonos en las otras partidas del activo, podemos ver que las importantes son el inventario, deudores comerciales, otras cuentas por cobrar y el efectivo equivalente. Entre estas cuentas se obtiene un 40 % de los activos totales. En el caso del inventario y las cuentas por cobrar, se puede apreciar que han disminuido lentamente en los últimos dos periodos.

Por otro lado, si llevamos la mirada a los pasivos, podemos apreciar que en su estructura Ripley mantiene la mayoría en la parte de pasivos corrientes. Esta estructura se ha mantenido en el tiempo, sin embargo, en los últimos dos periodos se aprecia una disminución de la brecha, esto se debe a la incorporación de la NIIF 16 como se señaló con anterioridad

Si nos fijamos en el resto de los pasivos del balance, podemos apreciar que las mayores cuentas son otros pasivos financieros corrientes y no corrientes, los cuales hacen relación principalmente a tres ítems: i) bonos emitidos por la institución, ii) depósitos y captaciones y iii) préstamos a otras entidades financieras. Entre estas dos cuentas se concentran prácticamente todos los pasivos de Ripley Corp.

4.2. Estado de resultados

En las siguientes tablas, se muestra el estado de resultados de Ripley Corp desde el año 2016 a marzo del 2020, en MUF en la tabla 6 y como porcentaje en la tabla 7 (con respecto a los ingresos totales).

Tabla 6: Estados de Resultados Historicos (Expresados en UF)

Estado de Resultados (Expresado en MUF)	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-mar-20
Ingresos de actividades ordinarias	60.665	62.282	61.745	61.018	12.520
Costo de ventas	-38.008	-39.296	-38.682	-39.520	-8.256
Ganancia Bruta	22.674	22.986	23.063	21.499	4.264
Costos de distribución	-268	-295	-266	-203	-48
Gasto de administración	-19.937	-19.891	-20.033	-20.045	-4.412
Otras ganancias (pérdidas)	721	327	178	3.433	-4
Ingresos financieros	108	136	99	88	21
Costos financieros	-775	-834	-772	-1.307	-323
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociad	896	1.395	1.008	1.000	82
Diferencias de cambio	52	-33	-37	210	-107
Resultado por unidades de reajuste	34	-42	19	21	23
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	3.487	3.750	3.259	4.695	-504
Ganancia (pérdida) por impuestos a las ganancias	-536	-362	-731	-1.164	84
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones	2.952	3.388	2.528	3.532	-419
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones disc.	1.395	-185	-1	18	0
Ganancia (pérdida)	4.346	3.204	2.527	3.550	-419

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de Ripley.

Tabla 7: Estados de Resultados Historicos (Expresados en Porcentaje)

Estado de Resultados (Expresado en MUF)	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-mar-20
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	-62,65%	-63,09%	-62,65%	-64,77%	-65,94%
Ganancia Bruta	37,38%	36,91%	37,35%	35,23%	34,06%
Costos de distribución	-0,44%	-0,47%	-0,43%	-0,33%	-0,38%
Gasto de administración	-32,86%	-31,94%	-32,44%	-32,85%	-35,24%
Otras ganancias (pérdidas)	1,19%	0,52%	0,29%	5,63%	-0,03%
Ingresos financieros	0,18%	0,22%	0,16%	0,14%	0,17%
Costos financieros	-1,28%	-1,34%	-1,25%	-2,14%	-2,58%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociad	1,48%	2,24%	1,63%	1,64%	0,66%
Diferencias de cambio	0,09%	-0,05%	-0,06%	0,34%	-0,86%
Resultado por unidades de reajuste	0,06%	-0,07%	0,03%	0,03%	0,18%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	5,75%	6,02%	5,28%	7,69%	-4,02%
Ganancia (pérdida) por impuestos a las ganancias	-0,88%	-0,58%	-1,18%	-1,91%	0,67%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones	4,87%	5,44%	4,09%	5,79%	-3,35%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones disc.	2,30%	-0,30%	0,00%	0,03%	0,00%
Ganancia (pérdida)	7,16%	5,14%	4,09%	5,82%	-3,35%

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de Ripley.

Con el estado de Resultados nos podemos dar cuenta que la utilidad neta ha ido decreciendo a excepción del año 2019, en donde se ha visto un ingreso excepcional en

otras ganancias de 3.433 MUF esto debido a la venta de un mall propiedad de la empresa, lo cual ha hecho que ese año la utilidad neta aumentara, pero sacando ese ingreso excepcional, se constataría una baja de la utilidad neta.

También podemos apreciar que los gastos por administración han ido aumentando levemente en los años analizados en proporción a los ingresos totales generados, por lo cual cada vez se les hace más caro poder generar los mismos ingresos.

4.3. Estados de Flujos de Efectivo

En la tabla 8, se muestran los estados de flujo de Efectivo de Ripley Corp desde el año 2016 a marzo del 2020 en MUF.

Tabla 8: Estados de Flujos de Efectivo Historicos (Expresados en UF)

Estado de Flujos de Efectivo (Expresado en MUF)	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-mar-20
Actividades de Operación					
Cobros de las ventas de bienes y prestación de servicios	102.484	111.824	109.226	115.486	17.694
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	-89.189	-96.938	-93.751	-98.030	-16.728
Pagos a y por cuenta de los empleados	-9.085	-9.130	-8.885	-9.337	-2.426
Intereses pagados	-1.236	-1.317	-1.299	-1.798	-498
Intereses recibidos	74	96	80	79	68
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)	-320	-740	-2.038	-2.190	-482
Flujos de efectivo netos procedentes de la operación	2.727	3.795	3.333	4.211	-2.373
Actividades de Inversión					
Flujo procedentes de la pérdida de control de subsidiarias u otros negocios	-2.098	0	0	5.198	0
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	0	65	28	0	0
Compras de propiedades, planta y equipo	-1.398	-978	-716	-954	-152
Compras de activos intangibles	-372	-160	-274	-503	-101
Compras de otros activos a largo plazo	-196	-498	-578	-361	-153
Dividendos recibidos	525	387	1.265	263	0
Otras entradas (salidas) de efectivo	0	825	223	0	226
Flujos de efectivo netos procedentes de actividades de inversión	-3.539	-359	-52	3.644	-180
Actividades de Financiación					
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	2.325	8.004	1.839	805	434
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	6.846	8.475	8.377	10.218	3.437
Pago de prestamos	-9.185	-17.510	-10.969	-12.922	-2.486
Pagos de pasivos por arrendamientos	-301	-992	-862	-1.298	-344
Dividendos pagados	-854	-791	-854	-796	0
Otras entradas (salidas) de efectivo	383	0	0	0	0
Flujos de efectivo netos procedentes de actividades de inversión	-786	-2.814	-2.470	-3.993	1.041
Incremento neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	-1.598	622	812	3.862	-1.511
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo					
Efectos de cambios en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	3	-110	111	146	26
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	-1.596	512	922	4.008	-1.485
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del período	6.603	4.923	5.508	6.261	10.165
Disminución de efectivo y efectivo equivalente por venta de subsidiarias	0	0	0	0	0
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del período	5.007	5.435	6.430	10.269	8.680

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de Ripley.

En los flujos de efectivo por operación, podemos ver que estos venían aumentando hasta el periodo de marzo del 2020, en donde vemos una drástica caída debido a la disminución de la venta de bienes. Este periodo hay que analizarlo con cuidado, considerando el “estallido social” producido en el país.

Con respecto a los flujos provenientes de la inversión, sólo se puede apreciar un flujo positivo en el año 2019 debido a la venta de una subsidiaria, lo cual generó un ingreso especial. Sin embargo, sacando este caso excepcional, el flujo de inversiones es muy estable y se mantiene bajo.

Por otro lado, si nos fijamos en el flujo de financiamiento, podemos ver que se ha ido aumentando el déficit en los últimos periodos, principalmente debido al aumento por pago de préstamos, lo cual nuevamente es congruente con lo que venimos analizando, que la empresa ha aumentado su endeudamiento y además por un aumento en el pago de arrendamiento.

Finalmente, podemos revisar que la empresa ha ido aumentando gradualmente su efectivo equivalente, durante todos los periodos a excepción de marzo que se aprecia una pequeña baja. Esto permite a la empresa poder enfrentar de mejor manera sus obligaciones en el corto plazo y probablemente esto está vinculado al aumento que ha experimentado la deuda.

4.4. Razones Financieras

En la tabla 9, se muestran los principales ratios financieros de Ripley Corp desde el año 2016 a marzo del 2020 en MUF.

Tabla 9: Principales Ratios Financieros de la Empresa

		31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-mar-20
Razones de Rentabilidad	Rentabilidad del patrimonio (%)	12,78%	9,08%	7,03%	9,72%	-1,12%
	Rentabilidad del activo total (%)	4,27%	3,09%	2,36%	2,79%	-0,32%
	Rentabilidad bruta (%)	37,38%	36,91%	37,35%	35,23%	34,06%
	Rentabilidad operacional (%)	4,07%	4,50%	4,48%	2,05%	-1,56%
	Margen neto (%)	7,16%	5,14%	4,09%	5,82%	-3,35%
Razones de Liquidez	Liquidez corriente (veces)	1,0	1,2	1,1	1,1	1,1
	Test ácido (veces)	0,8	1,0	0,9	0,9	0,9
Razones de Actividad	Permanencia de cuentas por cobrar (días)	158,65	163,95	167,90	172,27	814,36
	Permanencia de inventarios (días)	90,17	87,92	98,02	89,73	461,20
	Rotación del activo (veces)	59,58%	60,05%	57,64%	47,95%	9,70%
Razones de Deuda	Deuda / Activos (veces)	2,00	1,94	1,98	2,49	2,46
	Cobertura de Intereses (veces)	7,44	7,22	7,70	4,10	2,62

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de Ripley.

Razones de Rentabilidad:

En las razones de rentabilidad se puede apreciar claramente que el primer trimestre de 2020 es totalmente anómalo al resto de los periodos por la situación vivida en el país (Crisis Social), por lo cual debe ser considerado con mucha precaución en el análisis.

Considerando lo anterior, se puede apreciar que las razones de rentabilidad de Ripley son muy estables, exceptuando la rentabilidad del patrimonio (ROE), el cual es el indicador más volátil de esta medición. Podemos observar además que la rentabilidad bruta al pasar a la operacional experimenta una gran baja, lo cual ha aumentado en los últimos dos periodos. Esto se debe, como se puede apreciar más arriba en el estado de resultados, a un incremento de los gastos de administración.

Razones de Liquidez:

En las razones de liquidez se aprecia que Ripley Corp se ha mantenido estable en los últimos tres periodos, presentando un indicador de liquidez corriente de 1,1 y un ratio de razón acida de 0,9. Esto es muy bueno considerando que el inventario de Ripley es casi un 10% del total de activos, por lo cual están bien preparados ante posibles crisis de Liquidez.

Razones de Actividades:

En las razones de actividades se puede apreciar que estos indicadores han empeorado levemente. El más notorio es la rotación de activos, el cual esta sesgado debido a que los activos totales aumentaron por la incorporación de la NIIF 16. En el caso de los indicadores de permanencia, se puede apreciar que disminuyeron, pero si nos vamos a ver las cuentas de inventario y cuentas por cobrar, podemos apreciar que éstas han ido disminuyendo en el mismo periodo, por lo cual uno esperaría que este indicador bajara un poco más de lo que bajó por este efecto. Es debido a esto, que se aprecia un empeoramiento leve de la eficiencia de estos indicadores.

Razones de Deuda:

En las razones de deuda, podemos darnos cuenta de que ha ido aumentando el endeudamiento en los últimos periodos, lo que se traduce en un aumento de los costos financieros, lo que ha generado que, si bien la empresa no ha visto empeorado

fuertemente su EBITDA, si se vea empeorado su capacidad de pago, dado que ahora para poder generar los mismos ingresos tiene que endeudarse más que antes.

5. Estructura de Capital de la Empresa

Para poder revisar la estructura de capital de la empresa, utilizaremos dos Ítems, por un lado, la deuda financiera que tiene la empresa y por otro como ha sido el patrimonio económico en esas fechas. Con estas dos componentes podremos ver como se ha mantenido la estructura de la empresa y como la proyectamos a futuro.

5.1. Deuda Financiera

Después de revisar las cuentas de pasivos de Ripley Corp, podemos ver que la deuda financiera de la empresa se encuentra en dos ítems: I) otros pasivos financieros y II) pasivos por arrendamientos producto de la nueva NIIF 16. Al poder unir estos ítems encontramos la deuda financiera para los periodos analizados:

Tabla 10: Deuda Financiera de Ripley

	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-mar-20
Deuda financiera corriente	34.065	28.338	29.846	35.090	38.528
<i>Otros pasivos financieros</i>	34.065	28.338	29.846	34.058	37.427
<i>Pasivos por arrendamientos</i>	-	-	-	1.032	1.101
Deuda financiera no corriente	16.536	23.521	23.479	34.107	34.272
<i>Otros pasivos financieros</i>	16.536	23.521	23.479	21.418	20.856
<i>Pasivos por arrendamientos</i>	-	-	-	12.689	13.416
Total deuda financiera (B)	50.601	51.859	53.325	69.198	72.800

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de Ripley.

5.1.1. Bonos

Además de ver la deuda financiera, es importante tener en consideración la fuente más importante de financiamiento de la empresa que son los bonos. Esto, para poder ver cómo han sido las características con las cuales se ha financiado la empresa en el pasado. Dentro de este análisis caerán solamente los bonos emitidos por la empresa Ripley Corp y no sus filiales, debido a que estos son los únicos que representan todos los riesgos a los que está sujeta la compañía y por lo cual se espera se vea reflejado en sus tasas de financiamiento y así evitar generar distorsiones.

Tabla 11: Bonos Emitidos por Ripley Corp.

Bono	Series D	Series F	Series H	Series 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)	1.500.000	2.000.000	1.000.000	2.000.000
Moneda	U.F.	U.F.	U.F.	U.F.
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%	2,80%	2,40%	3,40%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de pagos (N)	10	42	10	42
Periodo de gracia	-	-	-	-
Motivo de la emisión	Inversión	Inversión	Inversión	Inversión
Clasificación de riesgo	Fellerrate A+	Fellerrate A+	Fellerrate A+	Fellerrate A+
Tasa de mercado día de la emisión (kb)	2,450%	2,94%	2,510%	3,340%
Valor de mercado	1.476.750	1.965.800	995.100	2.013.600

Fuente: Elaboración propia con datos de RiskAmerica y de prospectos de bonos

5.2. Patrimonio Económico

Para poder obtener el patrimonio económico de la empresa, debemos ver cuál es valor de la empresa en el mercado, para ello la forma más simple de obtenerlo es obtener el precio de la acción al cierre del mercado y multiplicarlo por la cantidad total de acciones suscritas y pagadas. A continuación, se muestra el cálculo descrito:

Tabla 12: Calculo del Patrimonio Economico

	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-mar-20
Número de acciones (En miles)	1.936.052	1.936.052	1.936.052	1.936.052	1.936.052
Precio de la acción (Pesos Chilenos)	399	668	537	320	185
Total patrimonio económico (V) MUF	29.343	48.279	37.704	21.911	12.514

Fuente: Elaboración propia con datos de estados financieros de Ripley y precios de la Investing

5.3. Estructura de Capital Objetivo

Como se señaló anteriormente, para poder calcular la estructura de capital, es necesario tener la deuda financiera de la empresa y el patrimonio económico de la misma, por lo tanto, con los datos antes obtenidos podemos construir la estructura de capital en la siguiente tabla:

Tabla 13: Estructura de Capital Historica

	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-mar-20	Promedio
B/V	63,30%	51,79%	58,58%	75,95%	85,33%	66,99%
P/V	36,70%	48,21%	41,42%	24,05%	14,67%	33,01%
B/P	1,72	1,07	1,41	3,16	5,82	2,03

Fuente: Elaboración propia

En donde:

B/V: Este ratio representa que porcentaje de los activos totales representa la deuda financiera.

P/V: Este ratio representa que porcentaje de los activos totales representa el patrimonio Económico.

B/P: Este ratio representa cuantas veces el patrimonio, representa la deuda.

Finalmente, con los datos de la tabla, podemos apreciar que la estructura de capital de los últimos dos periodos se ven muy cambiados con respecto a los otros debido a las distorsiones en el precio de la acción producto de la “Crisis Social” en Chile, especialmente en el último periodo. Por lo tanto, para el cálculo de la estructura de capital objetivo este último periodo no será considerado, quedando la estructura objetivo de la siguiente forma:

Tabla 13: Estructura de Capital Objetivo

	Promedio
B/V	62,40%
P/V	37,60%
B/P	1,66

Fuente: Elaboración propia

6. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Esta sección tiene como objetivo, poder determinar el costo de capital de la empresa, el cual se calculará en los siguientes pasos:

6.1. Costo de la Deuda

El costo de la deuda de Ripley Corp, se obtuvo del bono con mayor duración como se observó en una sección anterior. El bono con mayor duración es el BRPLC-J, el cual tiene un vencimiento al 1 de septiembre de 2038. Según la información recopilada de RiskAmérica, la última transacción más cercana a la fecha de valoración ocurrió el día 6 de marzo del 2020, a través de una transacción OTC por una tasa de 2,25%. Por lo anterior y dado que la moneda del bono también es en U.F, se ocupará la tasa de deuda para Ripley como de 2,25%.

6.2. Beta de la Deuda

Para su cálculo se utilizan los siguientes datos: i) tasa libre de Riesgo (R_f), correspondiente al promedio del BCU-30 en UF desde el 31 de marzo de 2018 al 31 de marzo de 2020 y premio por riesgo de mercado (PRM) de 6,98% obtenido de Damodaran (con información de abril del 2020 y asumiendo un PRM de EEUU equivalente a 5,5%, calculado por Duff & Phelps). A través del Modelo de Valorización de Activos (CAPM, por sus siglas en inglés), se estima el beta de la deuda cuyo valor es 0,111. A continuación, se muestra la fórmula para su cálculo:

$$K_b = R_f + PRM * \beta_D$$

$$2,25\% = 1,47\% + 6,98\% * \beta_D$$

$$\beta_D = 0,111$$

6.3. Estimación del beta patrimonial

Para obtener el beta patrimonial, se ocuparon precios semanales de la acción de Ripley Corp y del índice de mercado IGPA desde el 03 de enero de 2016 al 31 de marzo de 2020, para poder posteriormente determinar los retornos semanales tanto para Ripley Corp como para el IGPA.

Con estos datos ya calculados, se procedió a realizar una regresión lineal entre los retornos semanales de la acción y del índice de mercado, tomando en consideración aproximadamente 104 datos en cada medición, tanto como de la acción como del índice.

Para ejemplificar la regresión se muestra la fórmula:

$$R_{RIPLEY} = \alpha + \beta_P^{C/D} * R_{IGPA} + \varepsilon$$

En donde:

Ripley, es el retorno de la acción de Ripley.

α , es una constante o la ordenada en el origen.

β_p , es beta de la acción o la sensibilidad de la acción ante los retornos del mercado.

R_{igpa} , es el retorno del mercado, IGPA.

ε , es variable una aleatoria que representa un término de error.

Finalmente, ejecutando lo antes descrito, se tienen los siguientes resultados (para ver el detalle de los resultados de las regresiones ver el anexo 1):

Tabla 14 : Resultados de la Regresion de Beta Patrimonial

	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-mar-20
Beta de la Acción	1,382	1,529	1,335	1,372
P-value	0,00	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursati	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia

El beta de la acción para marzo del 2020, se calculó con los retornos semanales desde abril del 2018 hasta el 31 de marzo de 2020 y se obtuvo un valor de 1,37. Este valor que arrojó la regresión, se puede utilizar dado que fue estadísticamente significativo con un p-value de 0,00 acorde a la tabla descrita anteriormente. Este beta se obtiene de la empresa con su endeudamiento, por lo tanto, es necesario desapalancarlo para obtener el beta patrimonial sin deuda.

6.4. Beta patrimonial sin deuda

Para poder obtener el beta patrimonial sin deuda, se debe desapalancar el beta de la acción calculado con anterioridad a marzo de 2020, a través del modelo de Rubinstein (1973) con la estructura de capital promedio de los años considerados en el cálculo de este Beta (en este caso 2018,2019,2020). Es decir, se ponderará la estructura de capital de cada año correspondiente, en función del número de periodos de los retornos, haciendo un total de ocho trimestres, tres para 2018, cuatro para 2019 y uno para 2020. Las ponderaciones quedaron acorde a la tabla que se muestra a continuación:

Tabla 15: Estructura de Capital de Desapalancamiento

Ponderación Estructura de capital	2018	2019	2020
B/V	58,58%	75,95%	85,33%
P/V	41,42%	24,05%	14,67%
Ponderación	37,50%	50%	12,50%
Estructura de Capital Desapalancamiento	2,402		

Fuente: Elaboración Propia

Habiendo obtenido la estructura de capital para poder desapalancar, debemos realizar un ajuste al beta de la acción calculado anteriormente. Este es el ajuste de Bloomberg. Con este ajuste, el Beta patrimonial de la acción queda en 1,248.

Finalmente, ahora que tenemos todos los componentes ajustados (considerando los datos antes calculados), podemos utilizar la siguiente fórmula para obtener el beta desapalancado:

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

$$1,248 = \beta_p^{s/d} * [1 + (1 - 0,27\%) * 2,402] - (1 - 27\%) * 0,111 * 2,402$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,524$$

6.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Ahora con el beta patrimonial sin deuda, se determinará el beta patrimonial con deuda, utilizando la fórmula de Rubinstein (1973), pero esta vez usando la estructura de capital objetivo de la empresa, para lo cual se procederá a tomar la estructura promedio entre los años 2016 y 2019, dejando de lado el 2020, debido a la anormalidad de ese periodo como se explicó anteriormente. Además, se apalancará utilizando la tasa de impuestos corporativos de largo plazo, que es de 27%. A continuación, se muestra su cálculo:

$$\beta_p^{c/d} = 0,524 * [1 + (1 - 0,27\%) * 1,65] - (1 - 27\%) * 0,11 * 1,65$$

$$\beta_p^{c/d} = 1,025$$

6.6. Costo Patrimonial

Después del proceso, para poder obtener el beta patrimonial apalancado con el capital objetivo, podemos realizar el cálculo para obtener el costo patrimonial exigido. Este cálculo se realiza utilizando la fórmula de CAPM que se usó para obtener el costo de la deuda. A continuación, se muestran los cálculos:

$$k_p = R_f + PRM * \beta_p^{CD}$$

$$k_p = 1,47\% + 6,98\% * 1,025$$

$$k_p = 8,62\%$$

6.7. Costo de Capital

Finalmente, podemos calcular el costo de capital de la empresa utilizando el modelo Costo de Capital Promedio Ponderado. Siguiendo este modelo, se obtiene una tasa de 3,74%. Los cálculos que se realizaron fueron los siguientes:

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$

$$K_0 = 8,62\% * 37,6\% + 2,25\% * (1 - 27\%) * 62,4\%$$

$$K_0 = 4,27\%$$

Esta será la tasa que utilizaremos más adelante para poder realizar el método de valorización por flujos de caja descontados.

7. Análisis Operacional Del Negocio e Industria

7.1. Análisis de crecimiento de la empresa

A continuación, en este segmento se analizarán las tasas de crecimiento históricas de los ingresos por ventas, de todas las áreas de negocio y países en los cuales consolida Ripley:

Tabla 16: Crecimiento de Ingresos por Segmento de Ripley Corp

	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-mar-20
Chile					
<i>Retail Chile</i>	28.983	29.968	29.663	27.809	5.349
Porcentaje		3%	-1%	-6%	-18%
<i>Bancario Chile</i>	10.663	11.030	11.418	11.530	2.667
Porcentaje		3%	4%	1%	-9%
<i>Inmobiliario Chile</i>	276	284	293	174	4
Porcentaje		3%	3%	-41%	-95%
<i>Oficinas centrales Chile</i>	-105	-125	-104	-151	-27
Porcentaje		19%	-17%	46%	-31%
Perú					
<i>Retail Perú</i>	15.383	15.163	14.858	15.466	2.799
Porcentaje		-1%	-2%	4%	-12%
<i>Bancario Perú</i>	5.344	5.497	5.118	5.684	1.586
Porcentaje		3%	-7%	11%	13%
<i>Inmobiliario Perú</i>	291	652	685	712	188
Porcentaje		124%	5%	4%	18%
<i>Oficinas centrales Perú</i>	0	-38	-37	-50	-17
Porcentaje			0%	33%	-20%
Consolidado					
<i>Oficinas centrales</i>	-152	-150	-149	-157	-29
Porcentaje		-1%	-1%	5%	-9%
Total					
<i>Total</i>	60.683	62.282	61.745	61.018	12.520
Porcentaje		3%	-1%	-1%	-12%

Fuente: Elaboración propia y datos de la memorias de Ripley

Al analizar el crecimiento por segmento de negocio, lo primero que podemos observar, es que el segmento de Oficinas Centrales presentado por Ripley para consolidar no representa ningún ingreso sino más bien son solamente gastos.

Además, nos podemos dar cuenta que los ingresos de mayor relevancia para Ripley son los provenientes de su segmento de Retail, los cuales representan un 70% de los ingresos.

7.2. Análisis de crecimiento de la Industria

7.2.1. Industria del Retail en Chile

Para realizar un análisis de la Industria, se consideró a los principales competidores de Ripley (Falabella y de Cencosud solo su línea de negocios de Tiendas por Departamento) y se miró el crecimiento histórico que todos han tenido durante el periodo analizado. Con esta consideración se obtuvo:

Tabla 17: Crecimiento de la Industria en Porcentaje y MUF

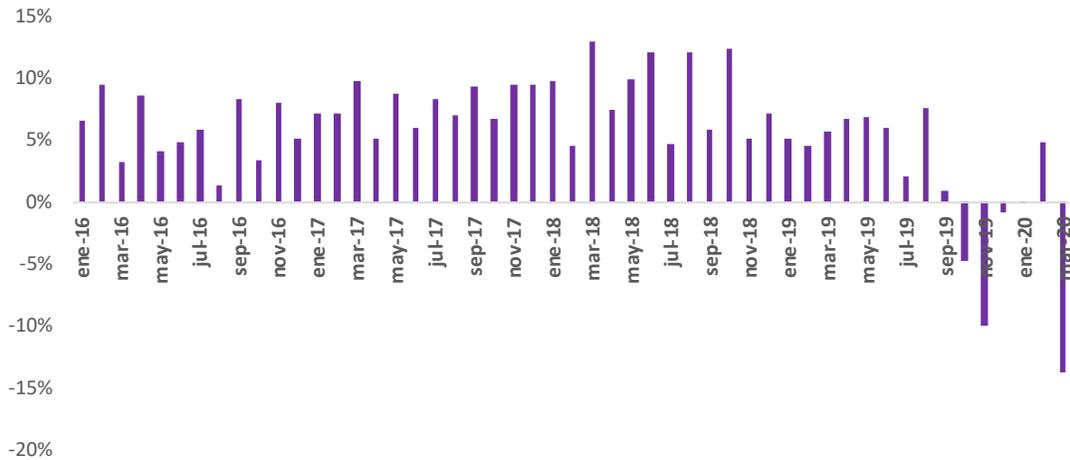
	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-mar-20
<i>Falabella</i>	319.758	328.366	326.757	323.644	76.033
Porcentaje	-	2,62%	-0,49%	-0,96%	-4,43%
<i>Cencosud</i>	40.187	40.925	42.271	38.878	162
Porcentaje	-	1,80%	3,19%	-8,73%	-60,34%
<i>Ripley</i>	60.665	62.282	61.745	61.018	12.520
Porcentaje	-	2,60%	-0,87%	-1,19%	-11,68%
<i>Industria</i>	420.609	431.572	430.774	423.540	88.715
Porcentaje	-	2,54%	-0,19%	-1,71%	-5,77%

Fuente: Elaboración propia y memorias de cada compañía a fines de cada periodo

Además, se realizó un análisis más exhaustivo, buscando datos del crecimiento de la industria del Retail en el Instituto de Estadísticas, haciendo uso principalmente del Boletín de Marzo. En este boletín, se encontró que el índice de actividad del comercio al por menor (con precios constantes), tuvo una baja a 12 meses de 14,9%. Esto se debe principalmente a la baja en las líneas de vestuario, calzados y accesorios (-6,123 pp.); vehículos automotores livianos nuevos (-5,217 pp.), y productos electrónicos, para el equipamiento del hogar y tecnológicos (-1,887 pp.), con reducciones de 43,9%, 50,7% y 15,4%, respectivamente.⁶

⁶ Boletín Sectores Económicos Índice de Actividad del Comercio marzo 2020, Instituto Nacional de Estadísticas de Chile.

Figura 2: Índice de Actividad del Comercio al por Menor

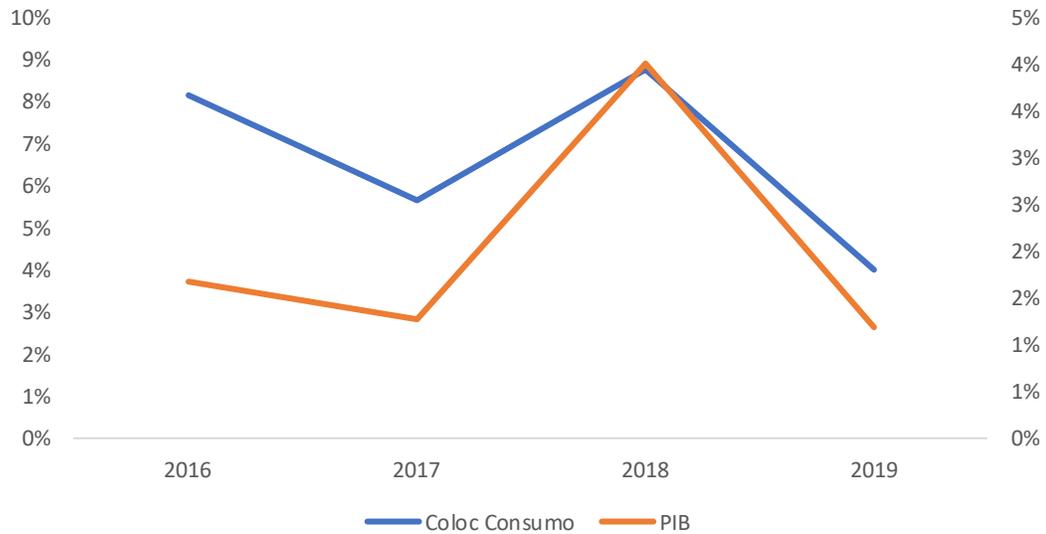


Fuente: Repositorio Estadístico del Instituto Nacional de Estadísticas

7.2.2. Industria Bancaria en Chile

Para realizar un análisis de la industria bancaria en Chile y acorde al tipo de negocio bancario que tiene Ripley, se hizo un análisis de las colocaciones de Consumo que se han llevado a cabo en el país durante los periodos analizados. Además de ello, se realizó un breve análisis del PIB de Chile, debido a la alta correlación del sector bancario con este indicador:

Figura 3: Crecimiento de colocaciones de Consumo en Chile V/S PIB de Chile



Fuente: Banco Mundial y Banco Central de Chile

En el Grafico anterior se muestra el PIB de Chile y el crecimiento porcentual de las colocaciones de consumo. El eje de la izquierda representa el porcentaje de crecimiento de los créditos de consumo⁷ y en el eje derecho se observa el crecimiento del PIB⁸. En este grafico se puede apreciar la alta correlación que existe entre ambos parámetros.

7.2.3. Industria de Retail en Perú

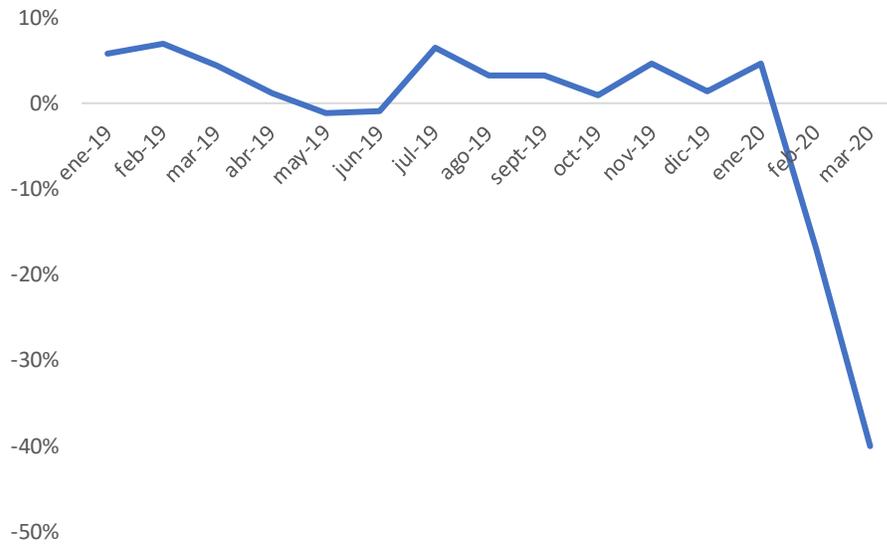
Para ver la industria del Retail en Perú, se realizó un análisis del crecimiento de las ventas minoristas en Perú⁹. Para ello se obtuvo la información del crecimiento interanual de las ventas:

⁷ Información de Créditos de Consumo, Banco Central de Chile

⁸ Datos del PIB de Chile y Perú, de la banca de datos del banco mundial

⁹ Boletín de comercio Interno, Ministerio de la producción Perú

Figura 4: Crecimiento de Ventas minoristas en Perú



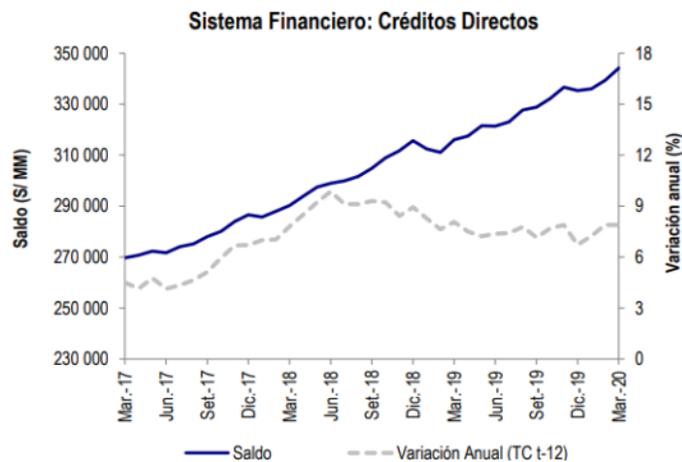
Fuente: Ministerio de la producción Perú

En el gráfico se puede apreciar que ocurre un fenómeno bastante similar al de Chile en los meses del presente año.

7.2.4. Industria Bancaria en Perú

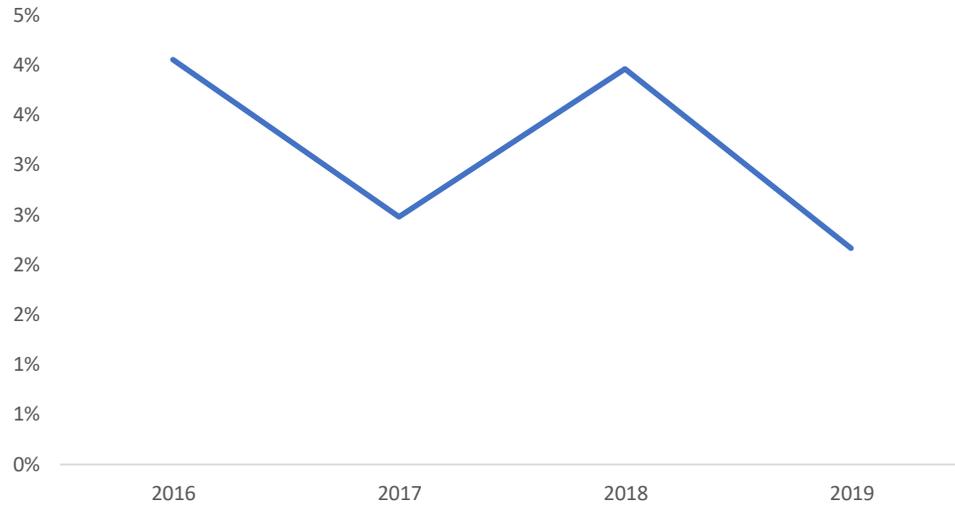
Para el sector Bancario en Perú, se realizó el mismo análisis hecho en Chile en donde se vio el crecimiento de las colocaciones de Consumo y el PIB de Perú:

Figura 5: Créditos del Sistema Financiero en Perú



Fuente: Ministerio de la producción Perú

Figura 6: PIB de Perú



Fuente: Banco Mundial

8. Proyección del Estado de Resultados

8.1. Ingresos operacionales proyectados

Para poder proyectar los ingresos operacionales, ocuparemos 4 segmentos con los cuales consolida Ripley, estos son: Retail, Bancario, Inmobiliario y Oficinas Centrales. En el caso de los 3 primeros segmentos estos serán subdivididos por los países de operación (Chile y Perú), esto debido a que la proyección de crecimiento puede ser muy distinta dependiendo de cada caso.

8.1.1. Sector Retail Chile

Para este segmento, hemos analizado el indicador de ventas minoristas que ha calculado el INE, el ratio de crecimiento de ventas tanto de Ripley como de la industria, donde podemos observar que, en los últimos años para la industria y Ripley, el crecimiento ha sido casi nulo y más bien decreciente, lo cual se ha visto intensificado este año. También hay que señalar, que Ripley no ha revelado ningún proyecto de inversión para este segmento más que mejorar logísticamente su página web, lo cual es muy menor para poder estimar alguna mejoría en el segmento.

Con la información antes señalada, se ha decidido ser conservador con las proyecciones en este sector y se estimará un gran decrecimiento este año siguiendo la tendencia que se lleva hasta marzo del 2020 y posteriormente se estimará que el segmento seguirá experimentando caídas como es la tendencia de los últimos años, sin embargo, el año 2021 se asumirá una pérdida un poco mayor al promedio para después volver a este.

Esta tasa promedio es estimada como el promedio de las tasas de crecimiento de los años analizados en la tabla 16 (para este segmento), sacando lo que va de este año ya que es un fenómeno anormal.

No se utilizaron los indicadores mencionados anteriormente en el análisis de la industria, debido a que estos no tienen una correlación con los ingresos de Ripley como se puede ver en el Anexo 2.

Tabla 20 : Crecimiento Proyectado Segmento Retail Chile

	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Perpetuidad
Crecimiento Retail	-18,08%	-2,29%	-1,29%	-1,29%	-1,29%	-1,29%	0,00%

Fuente: Elaboración Propia

8.1.2. Sector Bancario Chile

Para este segmento, hemos analizado el crecimiento de los créditos de consumo y el crecimiento del PIB de Chile, donde podemos observar que en los últimos años ha bajado drásticamente, lo cual se ha visto intensificado este año. También hay que señalar que Ripley no ha señalado ningún proyecto de inversión para este segmento.

Con la información antes señalada, se hizo un análisis donde para este año se decidió seguir la misma estrategia que en el Sector de Retail Chile, pensando que se mantendrá la misma tendencia de lo que va del año y que el siguiente año habrá una recuperación, por lo cual se toma un poco menor a la tasa promedio para este año. Como ya se mencionó anteriormente se utilizó un promedio de los crecimientos de ingresos de los años analizados, debido a que el PIB si bien tiene una clara relación con los montos de los créditos de consumo en Chile, este no tiene una relación tan marcada con los ingresos de este sector de Ripley como se puede ver en el Anexo 3.

Tabla 21 : Crecimiento Proyectado Segmento Bancario Chile

	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Perpetuidad
Crecimiento Bancario	-9,00%	1,65%	2,65%	2,65%	2,65%	2,65%	0,00%

Fuente: Elaboración Propia

8.1.3. Sector Inmobiliario Chile

Para este segmento en especial, Ripley ha establecido proyectos en los próximos años por lo cual se genera una proyección de aumento de ingresos dado por el crecimiento en la cantidad de metros arrendables para la empresa. El proyecto establecido por Ripley implica una expansión del Mall Curicó a 3.500 m2 arrendables para fines del año 2020.

Para ser conservadores con esta medida y debido a posibles retrasos en la construcción, hemos decidido dejar el aumento para el año 2021 y para poder ver cuanto aportará este proyecto a los ingresos de la compañía, se calculó el ingreso promedio por m2 arrendable en los últimos años:

Tabla 22: Ingreso por m2 (Segmento Inmobiliario Chile)

Año	Ingreso (UF)	m2 Arrendables	Ingreso por m2
2016	253.360	161.105	1,57
2017	259.487	193.925	1,34
2018	269.078	211.147	1,27
2019	151.474	194.678	0,78
Promedio			1,24

Fuente: Elaboración Propia

Con este promedio, se procedió a calcular los ingresos para el sector inmobiliario, suponiendo que el año 2020 el precio por m2 será igual al 2019 y que el 2021 se acercará al promedio y finalmente desde 2022 el precio alcance el precio promedio por m2. Aplicando esta información se obtuvieron los siguientes crecimientos proyectados:

Tabla 23 : Crecimiento Proyectado Segmento Inmobiliario Chile

	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Perpetuidad
Crecimiento Inmobiliario	-0,70%	32,09%	22,92%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: Elaboración Propia

8.1.4. Sector Retail Perú

Para este segmento, hemos analizado el indicador de ventas minoristas que ha calculado el Ministerio de Producción del Perú y el ratio de crecimiento de ventas de Ripley para este segmento. Aquí podemos observar que, en los últimos años para la industria y Ripley, el crecimiento ha sido casi nulo y más bien decreciente, lo cual se ha visto intensificado este año. También hay que señalar que Ripley no ha señalado ningún proyecto de inversión para este segmento más que mejorar logísticamente su página web, lo cual es muy menor para poder estimar alguna mejoría.

Con la información antes señalada, se ha decidido ser conservador con las proyecciones en este sector y se estimará un decrecimiento este año y un leve decrecimiento el próximo, para luego volver a crecer con una tasa igual al promedio de las tasas de crecimiento de los años analizados en la tabla 16, sacando lo que va de este año ya que es un fenómeno anormal.

Tabla 24 : Crecimiento Proyectado Segmento Retail Perú

	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Perpetuidad
Crecimiento Retail	-11,89%	-0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,00%

Fuente: Elaboración Propia

8.1.5. Sector Bancario Perú

Para este segmento, hemos analizado el crecimiento de los créditos de consumo y el crecimiento del PIB de Perú. Aquí podemos observar que en los últimos años ha decrecido, sin embargo, el crecimiento de Ripley en este segmento no lo ha hecho, por el contrario, ha crecido a excepción del año 2018. También hay que señalar que Ripley no ha revelado ningún proyecto de inversión para este segmento.

Con la información antes señalada y las proyecciones del PIB para Perú según el banco mundial, hemos proyectado de forma conservadora un decrecimiento de los créditos para este año y una tasa más baja de crecimiento para el próximo, para posteriormente en el largo plazo alcanzar un crecimiento igual al promedio del cual venía creciendo Ripley en los últimos años. Por todo lo ya descrito, tenemos las siguientes tasas de crecimiento proyectadas para este segmento:

Tabla 25 : Crecimiento Proyectado Segmento Bancario Perú

	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Perpetuidad
Crecimiento Bancario	-2,00%	1,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	0,00%

8.1.6. Sector Inmobiliario Perú

Para este segmento en especial, Ripley ha establecido proyectos en los próximos años por lo cual se generará una proyección de aumento de ingresos dado que aumentan la cantidad de metros arrendables para la empresa. Los proyectos establecidos por Ripley implican la creación del Mall en Chiclayo de 48.700 m2 arrendables para fines del año 2020, la creación del Mall en Iquitos de 51.300 m2 arrendables para fines del año 2021 y la creación del Mall en San Juan de Luiganchi de 60.400 m2 arrendables para fines del año 2022.

Para ser conservadores con esta medida y debido a posibles retrasos en la construcción, hemos decidido retrasar los proyectos un año cada uno. Para poder ver cuanto aportará este proyecto a los ingresos de la compañía, se calculó el ingreso promedio por m2 arrendable en los últimos años:

Tabla 26: Ingreso por m2 (Segmento Inmobiliario Perú)

Año	Ingreso (UF)	m2 Arrendables	Ingreso por m2
2016	291.250	122.900	2,37
2017	652.199	126.000	5,18
2018	684.644	128.700	5,32
2019	712.296	161.501	4,41
Promedio			4,32

Fuente: Elaboración Propia

Con este promedio, se procedió a calcular los ingresos para el sector inmobiliario, suponiendo que además de esta inversión los precios se mantendrían dentro del promedio. Aplicando esta información se obtuvo los siguientes crecimientos proyectados:

Tabla 27 : Crecimiento Proyectado Segmento Inmobiliario Perú

	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Perpetuidad
Crecimiento Inmobiliario	4,17%	30,15%	24,41%	23,10%	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: Elaboración Propia

8.1.7. Oficinas Centrales

Dado que este segmento son solamente gastos, se realizó un análisis de los ingresos generados por este segmento, donde se encontró que son prácticamente una constante y que no dependen de los ingresos totales por lo cual se estableció que se mantendrán constantes en el tiempo.

Tabla 28: Proyección crecimiento ingresos Oficinas Centrales

	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	Promedio
Ingresos Oficinas (MUF)	-152	-150	-149	-157	-152

Fuente: Elaboración Propia

En resumen, juntando todas las tasas de proyección antes mencionadas, podemos llegar a los siguientes ingresos proyectados (en MUF), en donde Otros representa los segmentos de Inmobiliarios de Chile, Inmobiliarios Perú y Oficinas Centrales:

Tabla 29: Resumen Ingresos Proyectados (MUF)

	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Perpetuidad
Retail Chile	17.431	22.259	21.971	21.688	21.408	21.132	21.132
Bancario Chile	7.825	10.493	10.494	10.495	10.496	10.497	10.498
Retail Perú	10.828	13.597	13.627	13.656	13.686	13.716	13.716
Bancario Perú	3.985	5.646	5.778	5.914	6.052	6.194	6.194
Otros	576	954	1.221	1.482	1.482	1.482	1.482

Fuente: Elaboración Propia

8.1.8. Factores Críticos Considerados en la Proyección

En las secciones anteriores se pudo apreciar las proyecciones de los ingresos para cada segmento de negocio y su respectivo país. En este segmento, se señala el por qué las proyecciones de los sectores *Retail* y *Bancario* utilizan distintos factores para los años 2020 y 2021, en vez de usar el promedio de la tasa de crecimiento de los ingresos que se utiliza para proyectar el resto de los años (tal cual se puede ver más arriba).

El cambio de factor para el año 2020, se debe a que se espera que este año las ventas sean afectadas por el virus COVID-19, del cual, al no tener ningún antecedente previo, se procedió a utilizar el supuesto de que el resto del año 2020 sería igual de complejo como ha sido el primer trimestre del mismo año. Con lo anterior, las tasas de crecimiento para este año se asumen iguales a las que se han obtenido hasta el momento de la valorización (31 de marzo de 2020), comparado con el mismo momento del año anterior (31 de marzo de 2019) .

Finalmente, en el caso del 2021, se utiliza un factor diferente al resto de los años, debido a que, al no saber cuanto durarán los efectos del COVID-19, se procedió a disminuir en 1% las tasas de crecimiento promedio esperada de manera conservadora.

8.2. Costos operacionales proyectados

Los costos operacionales que se proyectarán como ya se vio en la sección anterior, son costos de ventas, gastos de administración y costos de distribución. Debido a que cada uno de estos segmentos depende de la proyección de sus respectivos ingresos, se realizó el análisis de, a qué porcentaje de estos corresponden para cada segmento y se tomó el promedio de los años de análisis para poder proyectarlos. Al realizar el análisis de a que porcentajes corresponden se obtuvo que:

Tabla 30: Porcentaje de los Costos por Venta de los Ingresos por venta por Segmento

	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	Promedio
Retail Chile	-69%	-69%	-70%	-71%	-70%
Bancario Chile	-38%	-38%	-38%	-47%	-40%
Inmobiliario Chile	0%	0%	0%	0%	0%
Retail Perú	-73%	-74%	-72%	-72%	-73%
Bancario Perú	-36%	-40%	-35%	-40%	-38%
Inmobiliario Perú	0%	0%	0%	0%	0%
Oficinas centrales	-100%	-100%	-99%	-98%	-100%

Fuente: Elaboracion Propia

Tabla 31: Porcentaje de los GAV y Costos de distribución de los Ingresos por venta por Segmento

	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	Promedio
Retail Chile	-30%	-29%	-30%	-31%	-30%
Bancario Chile	-44%	-46%	-47%	-44%	-45%
Inmobiliario Chile	-28%	-25%	-21%	-25%	-24%
Retail Perú	-26%	-28%	-27%	-26%	-26%
Bancario Perú	-49%	-46%	-49%	-47%	-48%
Inmobiliario Perú	-28%	-30%	-25%	-30%	-28%
Oficinas centrales	157%	106%	94%	107%	116%

Fuente: Elaboracion Propia

Con estos porcentajes y los Ingresos por segmento proyectados, se procedió a proyectar los costos y gastos de administración:

Tabla 32: Proyeccion de los Costos por Venta por Segmento (MUF)

	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Perpetuidad
Retail Chile	-11.944	-15.545	-15.345	-15.147	-14.951	-14.759	-14.759
Bancario Chile	-2.761	-4.222	-4.223	-4.223	-4.224	-4.224	-4.224
Retail Perú	-7.849	-9.894	-9.916	-9.937	-9.959	-9.980	-9.980
Bancario Perú	-1.310	-2.132	-2.182	-2.233	-2.285	-2.339	-2.339
Otros	122	152	152	152	152	152	152

Fuente: Elaboracion Propia

Tabla 33: Proyeccion de los GAV y Costos de distribución (MUF)

	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Perpetuidad
Retail Chile	-4.972	-6.670	-6.584	-6.499	-6.415	-6.333	-6.333
Bancario Chile	-3.777	-4.753	-4.753	-4.754	-4.754	-4.755	-4.755
Retail Perú	-2.752	-3.593	-3.601	-3.609	-3.617	-3.625	-3.625
Bancario Perú	-1.953	-2.691	-2.754	-2.819	-2.885	-2.953	-2.953
Otros	-332	-481	-555	-629	-629	-629	-629

Fuente: Elaboracion Propia

8.3. Resultado no operacional proyectado

Para proyectar el resultado no operacional, se procedió a tomar el promedio de estas partidas durante los años 2016-2019, debido a que el año 2020 aún no termina. Además, en el caso de la partida de Otras ganancias (pérdidas), no se consideró en el promedio el año 2019 debido a que hubo una venta poco habitual y esta distorsionaba las ganancias normales para este ítem. Tomando en consideración lo anterior se obtuvo que:

Tabla 34: Proyección de Resultado no Operacional

Estado de Resultados (Expresado en MUF)	Promedio
Otras ganancias (pérdidas)	409
Ingresos financieros	107
Costos financieros	-922
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	1.075
Diferencias de cambio	48
Resultado por unidades de reajuste	8
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones disc.	0

Fuente: Elaboración Propia

8.4. Impuesto corporativo proyectado

Se considerará una tasa impositiva de un 27%, dado que no hay proyecciones de que esta tasa cambie en el mediano plazo.

8.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF

Tomando en consideración todas las proyecciones anteriores se tiene que:

Tabla 35: Proyección Estado de Resultados (MUF)

Estado de Resultados (Expresado en MUF)	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Perpetuidad
Ingresos de actividades ordinarias	40.645	52.949	53.092	53.235	53.125	53.022	53.023
Costo de ventas	-23.742	-31.642	-31.513	-31.388	-31.267	-31.150	-31.150
Ganancia Bruta	16.903	21.307	21.579	21.847	21.858	21.872	21.872
Gasto de administración y Costos de distribución	-13.786	-18.189	-18.248	-18.310	-18.300	-18.293	-18.294
Otras ganancias (pérdidas)	412	409	409	409	409	409	409
Ingresos financieros	86	107	107	107	107	107	107
Costos financieros	-599	-922	-922	-922	-922	-922	-922
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	992	1.075	1.075	1.075	1.075	1.075	1.075
Diferencias de cambio	155	48	48	48	48	48	48
Resultado por unidades de reajuste	-15	8	8	8	8	8	8
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	4.150	3.844	4.056	4.263	4.283	4.304	4.304
Ganancia (pérdida) por impuestos a las ganancias	-1.069	-1.038	-1.095	-1.151	-1.156	-1.162	-1.162
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones	3.081	2.806	2.961	3.112	3.127	3.142	3.142
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones disc.	-	-	-	-	-	-	-
Ganancia (pérdida)	3.081	2.806	2.961	3.112	3.127	3.142	3.142

Fuente: Elaboración Propia

8.6. Estado de resultados proyectado porcentual

Tomando el estado de resultados anterior, y pasando este a un porcentaje sobre los ingresos se obtiene que:

Tabla 36: Proyección Estado de Resultados (%)

Estado de Resultados (%)	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Perpetuidad
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	-60%	-60%	-59%	-59%	-59%	-59%	-59%
Ganancia Bruta	40%	40%	41%	41%	41%	41%	41%
Gasto de administración y Costos de distribución	-34%	-34%	-34%	-34%	-34%	-35%	-35%
Otras ganancias (pérdidas)	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Ingresos financieros	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Costos financieros	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Diferencias de cambio	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Resultado por unidades de reajuste	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	7%	7%	8%	8%	8%	8%	8%
Ganancia (pérdida) por impuestos a las ganancias	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones disc.	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ganancia (pérdida)	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%

Fuente: Elaboración Propia

Donde se puede apreciar que todas las partidas se mantienen muy estables en el tiempo.

9. Proyección de los Flujos de Caja Libre

9.1. Depreciación y amortización

La depreciación y amortización al igual que los costos por venta se proyectarán por segmento, esto debido a que la depreciación y amortización de cada uno de estos segmentos depende de la proyección de sus respectivos ingresos, se realizó el análisis de a qué porcentaje de estos corresponden para cada segmento y se tomó el promedio de los años de análisis para poder proyectarlos. Al realizar el análisis de a que porcentajes corresponden se obtuvo que:

Tabla 37: Porcentaje de la Depreciación y Amortización de los Ingresos por venta por Segmento

	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	Promedio
Retail Chile	2%	2%	2%	4%	2%
Bancario Chile	2%	2%	2%	3%	2%
Inmobiliario Chile	1%	1%	1%	1%	1%
Retail Perú	3%	3%	3%	4%	3%
Bancario Perú	3%	3%	4%	3%	3%
Inmobiliario Perú	0,2%	0,6%	0,6%	0,7%	1%

Fuente: Elaboración Propia

Con estos porcentajes y ya habiendo proyectado los ingresos en la sección anterior, se procede a proyectar la depreciación:

Tabla 38: Proyección de la Depreciación y Amortización (MUF)

	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Perpetuidad
Retail Chile	264	550	543	536	529	523	523
Bancario Chile	152	244	244	244	244	244	244
Retail Perú	257	417	418	419	420	421	421
Bancario Perú	123	176	180	184	188	193	193
Otros	2	6	8	9	9	9	9

Fuente: Elaboración Propia

9.2. Inversión en reposición

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

Tabla 39: Porcentaje de Reposición

	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19
Compras de propiedades, planta y equipo	-1.398	-978	-716	-954
Compras de activos intangibles	-372	-160	-274	-503
Compras de otros activos a largo plazo	-196	-498	-578	-361
Depreciación y Amortización Total	1.491	1.472	1.514	2.350
Porcentaje de Reposición	132%	111%	104%	77%
			Promedio	106%

Fuente: Elaboración Propia

Debido a que el promedio nos dio mayor al 100%, se considerará que la reposición será igual al 100% de la depreciación.

9.3. Inversión en capital físico

Para la inversión en capital físico se considerará que las dos partidas de Activos físicos se mantendrán como un porcentaje constante de los ingresos, para ello se procede a realizar un análisis del promedio de los ingresos que representan estas partidas:

Tabla 40: Porcentaje de Inversión en Activo Físico

	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19
Propiedades Planta y Equipo	10.326	9.654	9.369	8.757
Propiedades de Inversión	9.311	9.281	10.782	11.990
Ingresos de actividades ordinarias	60.665	62.282	61.745	61.018
Propiedades Planta y Equipo (%)	17%	16%	15%	14%
Propiedades de Inversión(%)	15%	15%	17%	20%
				Promedio
				16%
				17%

Fuente: Elaboración Propia

Con los porcentajes promedios conocidos, se procede a proyectar estas partidas y se ve si es que se debe realizar alguna inversión en alguna de ellas:

Tabla 41: Proyeccion de Inversión en Activo Fisico

	31-dic-20	31-dic-21	31-dic-22	31-dic-23	31-dic-24	31-dic-25	Perpetuidad
Proyeccion Ingresos	53.166	52.949	53.092	53.235	53.125	53.022	53.023
Proyeccion Propiedades Planta y Equipo	8.247	8.213	8.235	8.258	8.241	8.225	8.225
Proyeccion Propiedades de Inversion	8.953	8.917	8.941	8.965	8.946	8.929	8.929
Inversion Propiedades Planta y Equipo	-34	22	22	-17	-16	0	-
Inversion en Propiedades de Inversion	-37	24	24	-19	-17	0	0

Podemos apreciar que no se ve ninguna gran inversión en las propiedades de inversión, sin embargo, nosotros conocemos de planes que realizará Ripley para expandir y crear malls, por lo cual, se hará un flujo extra de inversión en propiedades de Inversión en donde se calculará el monto invertido como el costo de inversión promedio de lo que ya ha invertido por m2 arrendable (por País), por el monto de m2 arrendable que invertirá ripley en un futuro, con lo cual tenemos que:

Tabla 42: Costo Promedio por M2 Arrendable Contruido

País	Monto Invertido por Ripley (MUF)	M2 Arrendables Construidos	Costo Promedio (MUF)
Chile	3.309	87.831	0,04
Peru	11.752	161.501	0,07

Fuente: Elaboración Propia

Con estos montos más los proyectos que mencionamos anteriormente para proyectar los resultados, podemos obtener el monto invertido:

Tabla 43: Proyeccion de Inversión en Activo Fisico

	31-dic-20	31-dic-21	31-dic-22	31-dic-23	31-dic-24	31-dic-25	Perpetuidad
Inversion en Propiedades de Inversion Chile	-132	0	0	0	0	0	-
Inversion en Propiedades de Inversion Perú	-3.544	0	-8.128	0	0	0	-

Fuente: Elaboración Propia

Es importante señalar que los montos invertidos están desfasados con las fechas de aperturas de los malls, esto debido a que la inversión debe ser realizada antes. En el caso de los malls que abrirían en 2021 según nuestra estimación, será considerada su inversión en 2020 y en el caso del resto de los malls su inversión se consideró para 2022, esto debido a que su construcción va en conjunto, pero se espera que uno se demore mas que otro en su construcción.

9.4. Inversión (liberación) de capital de trabajo

Para calcular la inversión en capital de trabajo, primero será calculado el RCTON, de acuerdo con las siguientes cuentas contables operativas:

Tabla 44: Proyección de RCTON

	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19
Activos Corrientes	36.118	37.787	39.142	38.998
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	26.597	28.190	28.610	29.148
Inventarios corrientes	9.520	9.597	10.532	9.850
Pasivo Corriente	13.247	12.803	13.853	13.679
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	12.751	12.359	12.877	12.359
Otras provisiones a corto plazo	397	190	674	1.056
Pasivos por impuestos corrientes,	98	255	302	263
CTON	22.871	24.984	25.289	25.320
Ingresos de actividades ordinarias	60.665	62.282	61.745	61.018
RCTON	38%	40%	41%	41%
			Promedio	40%

Fuente: Elaboración Propia

Dado los cálculos realizados anteriormente, utilizaremos un RCTON de 40% para poder calcular la inversión o liberación en capital de trabajo. A continuación, pasaremos a mostrar los cálculos realizados:

Tabla 45: Proyección de Inversión en Capital de Trabajo

	31-dic-20	31-dic-21	31-dic-22	31-dic-23	31-dic-24	31-dic-25	Perpetuidad
Proyección Ingresos	53.166	52.949	53.092	53.235	53.125	53.022	53.023
CTON	21.302	21.215	21.272	21.330	21.285	21.244	21.244
Inversión en Capital de Trabajo	87	-57	-58	44	41	-0,4	0

Fuente: Elaboración Propia

9.5. Proyección de los flujos de caja libre

Para la proyección del flujo de caja libre, tendremos en consideración que los flujos que nos interesan son los flujos futuros que tendrá la compañía y dado que se está valorizando la compañía al 31 de marzo del 2020, se descontarán de los flujos de 2020 los ya obtenidos hasta marzo del 2020, ajustando de igual manera todas las otras líneas proyectadas. Teniendo esto en consideración en la columna del año 2020 solo irán los flujos restantes por obtener, según la estimación.

Tabla 46: Proyección de Flujo de Caja Libre (MUF)

Flujo de Caja (Expresado en MUF)	31-mar-20	31-dic-21	31-dic-22	31-dic-23	31-dic-24	31-dic-25
Ingresos de actividades ordinarias	28.125	52.949	53.092	53.235	53.125	53.022
Costo de ventas	-15.486	-31.642	-31.513	-31.388	-31.267	-31.150
Ganancia Bruta	12.639	21.307	21.579	21.847	21.858	21.872
Gasto de administración y Costos de distribución	-9.326	-18.189	-18.248	-18.310	-18.300	-18.293
Otras ganancias (pérdidas)	416	409	409	409	409	409
Ingresos financieros	65	107	107	107	107	107
Costos financieros	-276	-922	-922	-922	-922	-922
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	910	1.075	1.075	1.075	1.075	1.075
Diferencias de cambio	263	48	48	48	48	48
Resultado por unidades de reajuste	-37	8	8	8	8	8
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	4.654	3.844	4.056	4.263	4.283	4.304
Ganancia (pérdida) por impuestos a las ganancias	-1.153	-1.038	-1.095	-1.151	-1.156	-1.162
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones	3.500	2.806	2.961	3.112	3.127	3.142
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones disc.	-	-	-	-	-	-
Ganancia (pérdida)	3.500	2.806	2.961	3.112	3.127	3.142
Ajustes Flujo de Caja Bruto	31-mar-20	31-dic-21	31-dic-22	31-dic-23	31-dic-24	31-dic-25
Depreciación y Amortización	798	1.393	1.392	1.392	1.390	1.389
Costos financieros (Después de Impuestos)	201	673	673	673	673	673
Ingresos financieros (Después de Impuestos)	-47	-78	-78	-78	-78	-78
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas (Después de Impuestos)	-664	-785	-785	-785	-785	-785
Diferencias de cambio (Después de Impuestos)	-192	-35	-35	-35	-35	-35
Resultado por unidades de reajuste (Después de Impuestos)	27	-6	-6	-6	-6	-6
Flujo Caja Bruto	3.623	3.968	4.122	4.273	4.286	4.299
Ajustes Flujo de Caja Libre	31-mar-20	31-dic-21	31-dic-22	31-dic-23	31-dic-24	31-dic-25
Inversión de reposición	-798	-1.393	-1.392	-1.392	-1.390	-1.389
Inversión en capital físico (nueva inversión)	305	46	-8.082	-36	-33	0
Inversión de capital de trabajo	4.930	57	58	-44	-41	0,40
Flujo de Caja Libre	8.060	2.678	-5.294	2.801	2.821	2.911

Fuente: Elaboración Propia

Como se puede apreciar en la tabla anterior, luego de obtener las utilidades después de impuesto, se hacen algunos ajustes para obtener los Flujos de Caja Bruto, en primer lugar, se reversan las cuentas contables (Depreciación y Amortización), posteriormente los costos financieros después de impuestos e ingresos financieros después de impuestos, esto dado que los ingresos financieros provienen de instrumentos negociables que serán considerados posteriormente en activos prescindibles.

Por último, dada la existencia de partidas no relevantes en el flujo de caja libre (Ingreso y Costos), pero que están en estado permanente, estos se descuentan considerando su efecto tributario. En nuestro caso estas cuentas son: *Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas, Diferencias de cambio y Resultado por unidades de reajuste.*

Finalmente, se hacen los últimos ajustes para obtener los flujos de caja libres, estos ajustes son referidos a las inversiones. En primer lugar, se hacen inversiones por reposición, los cuales equivaldrán al 100% de la depreciación como ya vimos arriba según los análisis. En segundo lugar, se harán inversiones en capital físico, los cuales son para mantener el nivel de ventas, así como la inversión en nuevos malls debido a los planes de inversión que tiene la compañía. Debido a esta razón es que a pesar de que en 2021 disminuyen las ventas, el año 2020 se realizan inversiones de igual manera. Finalmente, se hacen ajustes por las inversiones en capital de trabajo, ya que

debido al aumento de ventas es necesario tener más capital para poder seguir operando en las mismas condiciones.

9.6. Posibles Efectos del COVID-19 en las proyecciones realizadas

Dado que las proyecciones son llevadas a cabo bajo un contexto sanitario nunca visto, estas podrían ser afectadas por escenarios que no se han previsto debido a los posibles efectos del virus COVID-19.

Uno de los posibles escenarios no contemplados y que podría llegar afectar las proyecciones, es que las ventas del sector Retail y Bancario se transformen casi en su totalidad en ventas digitales, lo cual podría llevar a problemas logísticos por saturación del sistema actual que no está preparado para satisfacer ese tipo de volumen de venta por este medio. Esta situación, desencadenaría en necesidades de inversión de la empresa para mejorar la logística en este segmento, lo cual no está contemplado en las proyecciones.

Otro de los posibles escenarios, es que debido a las posibles cuarentenas, la empresa por el sector inmobiliario tenga problemas en sus arriendos, debido a que posibles arrendadores podrían dejar sus puestos libres y así dejar de percibir ingresos por este sector. Además, debido quizás a posibles complicaciones de efectivo, la empresa podría decidir postergar sus proyectos más allá de lo que supone nuestra proyección.

Finalmente, otro efecto posible proveniente del impacto del COVID-19, es que la empresa se quede con sobre stock de inventarios, debido a que las proyecciones de comienzo de año fueron mayores a lo que se proyecta ahora ocurra y si bien la empresa ha tomado medidas tratando de disminuir el inventario, no hay que perder de vista que hay órdenes de compras que ya están comprometidas, las cuales incrementarán el stock de productos en los próximos meses.

9.7. Valor Terminal

Para obtener el valor terminal de la empresa, consideraremos todas las proyecciones que realizamos como columna perpetuidad, las cuales en el análisis son iguales a las proyecciones del año 2025, sin embargo, después de este año se decidió no incorporar

una tasa de crecimiento debido a la incertidumbre que puede haber en ese periodo de tiempo y para realizar un análisis más conservador, por lo cual en este flujo de caja libre no se realizarán inversiones en capital físico, ni se realizarán inversiones en capital de trabajo, sin embargo, se seguirá realizando inversiones en reposición. Con esto en consideración, se ocupará la fórmula de perpetuidad para obtener el valor terminal de la empresa, con la cual se obtiene que:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{2.911}{4,27\%} = 68.219$$

Como se puede apreciar en el cálculo anterior, el valor terminal de la empresa es de 68.219 (MUF).

10. Precio de la Acción Proyectado

10.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Ahora se llevará a cabo el cálculo del valor presente de los flujos libres futuros, utilizando la tasa de costo de capital anteriormente calculada de acuerdo con la estructura de capital objetivo que se propuso.

Tabla 47: Valor Presente Flujos de caja de Libre y Valor Terminal (MUF)

	31-dic-20	31-dic-21	31-dic-22	31-dic-23	31-dic-24	31-dic-25	2026 - ∞
Flujo de Caja Libre	-1.204	2.678	-5.294	2.801	2.821	2.911	2.911
Valor Terminal						68.219	
Valor Presente Flujos de Caja	-1.167	2.489	-4.719	2.395	2.313	55.937	

Fuente: Elaboración Propia

10.2. Déficit (Exceso) de capital de trabajo

En esta sección, se analizará si al momento del cálculo del valor de la acción existe un déficit o exceso de capital de trabajo. Para poder realizar este análisis, se tomó el Capital de trabajo calculado para el año 2020 y se comparó con el que tenía Ripley al 31 de marzo del 2020. Con esto en consideración se llegó a que:

Tabla 48: Exceso de Capital de Trabajo

	31-mar-20	31-dic-20	Exceso
Capital de Trabajo	27.896	21.302	6.595

10.3. Activos prescindibles

Lo primero para poder calcular los activos prescindibles, es saber cuáles de los activos son calificados de esta manera. Para ello utilizaremos los activos que no fueron parte del capital de trabajo, ni del activo fijo al 31 de marzo del 2020.

Conforme la información revisada, las siguientes cuentas calificarían como activos prescindibles:

Tabla 49: Activos Prescindibles al 31-03-2020 (MUF)

Activos Prescindibles	Monto al 31-03-2020
Efectivo y equivalentes al Efectivo	8.680
Activos mantenidos para la venta	268
Otros activos financieros, no corriente	4.327
Otros activos no financieros, no corriente	154
Plusvalía	965
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	9.643
Total	24.037

Fuente: Elaboración Propia

10.4. Deuda financiera

La deuda financiera al 31 de marzo de 2020 corresponde a MUF 72.800 (ver tabla 10).

10.5. Valorización económica de la empresa y del precio de la acción

En la tabla 50 se muestra el valor económico estimado para Ripley, mediante el método de flujo de caja descontado y el valor de la acción proyectado al 31 de marzo de 2020.

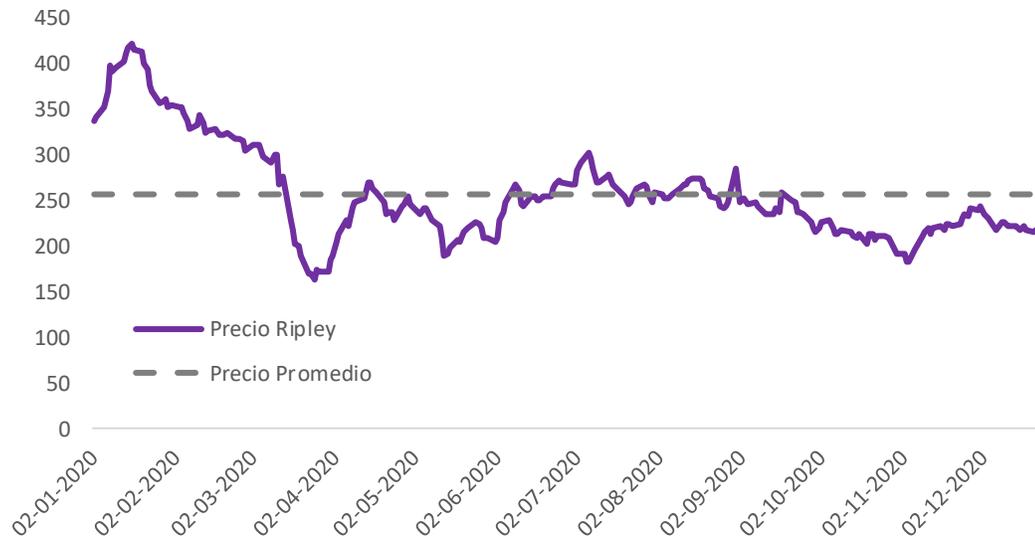
Tabla 50: Valoración Económica

Valoración Económica	Cifras
Valor Activos Operacionales (en MUF)	57.247
Activos Prescindibles (en MUF)	24.037
Exceso de Capital de Trabajo Neto (en MUF)	6.595
Valor Total de Activos (en MUF)	87.879
Deuda Financiera (en MUF)	-72.800
Patrimonio Económico (en MUF)	15.079
Número de Acciones	1.936.052.298
Precio de la Acción proyectado (en UF)	0,00779
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)	222,73
Precio acción real en CLP	184,85
Diferencia de precios (en %)	20,5%

Fuente: Elaboración Propia

Al realizar los cálculos anteriores, podemos obtener que el patrimonio económico de Ripley al 31 de marzo del 2020 es de MUF 15.079, y al dividirlo por el número de acciones a esa fecha obtenemos que el precio de la acción corresponde a \$ 222,73. Al analizar este valor con el valor de la acción al 31 de marzo del 2020 en el mercado, nos podemos dar cuenta que el cálculo realizado sobrestima en un 20,5%.

Figura 7: Precio Historico de Ripley durante 2020



Fuente: www.investing.com

Si bien este número puede parecer grande en el momento, si analizamos la evolución de la acción durante todo el año 2020, podemos ver que la acción en ese momento estuvo en su precio más bajo y que posteriormente retomó un precio mucho más cercano al calculado. Esta baja de precio en ese momento, se debió a una sobrestimación del mercado de los efectos que podría traer el coronavirus a la economía y principalmente a esta industria.

10.6. Análisis de sensibilidad

La sensibilización, tiene la finalidad de evaluar posibles cambios en los flujos de efectivos futuros ante cambios en las tasas de crecimiento de los ingresos y la tasa de costo de capital, ya sea por un aumento o una disminución de estas. Esta evaluación se vuelve relevante para los inversionistas, ya que les permite ver que tan sensible es la acción ante posibles cambios de escenarios y que tan volátil se vuelve la acción ante dichos cambios.

En la tabla 51, se encuentra el análisis de sensibilidad con respecto a la variación del precio de la acción de Ripley, ante una variación en la tasa de costo de capital (WACC) entre +/- 30 puntos base.

Tabla 51: Análisis de Sensibilidad de la Tasa de Costo de Capital (WACC)

Variación Costo de Capital (%)	Precio de la acción proyectado (CLP)	Variación precio con respecto al precio inicial
-0,30%	297,90	33,75%
-0,20%	271,59	21,94%
-0,10%	246,56	10,70%
0,00%	222,73	0,00%
0,10%	199,99	10,21%
0,20%	178,29	19,95%
0,30%	157,55	29,26%

Fuente: Elaboración Propia

Al observar la variación de la tasa de capital en 30 bps hacia arriba y 30 bps hacia abajo, se puede observar casi uniformemente que el precio de la acción se mueve en 30% del precio fijado en un comienzo, donde se puede apreciar que la acción es más sensible ante una posible baja de la tasa que ante un alza.

En la tabla 52, se muestra el análisis de sensibilidad con respecto a la variación del precio de la acción de Ripley, ante una variación de la tasa de crecimiento de los ingresos que se encuentren entre +/- 10 y 30 puntos base para los rubros de negocio Retail, Bancario e Inmobiliario.

Tabla 52: Análisis de Sensibilidad de la Tasa de Crecimiento de los Ingresos

Variación Tasa crecimiento (%)	Precio de la acción proyectado (CLP)	Variación precio con respecto al precio inicial
-0,30%	212,40	4,63%
-0,20%	215,83	3,10%
-0,10%	219,27	1,55%
0,00%	222,73	0,00%
0,10%	226,20	1,56%
0,20%	229,70	3,13%
0,30%	233,22	4,71%

Fuente: Elaboración Propia

Al ver el análisis de sensibilidad de la acción ante posibles cambios en la tasa de crecimiento de los ingresos, podemos ver que la acción fluctúa entre +-4,7% aproximadamente y podemos apreciar que la acción es igualmente sensible ante bajas como alzas en la tasa de crecimiento.

Finalmente, podemos apreciar que el precio de la acción muestra que es más sensible antes cambios en la tasa de costo de capital, que la de crecimiento de los ingresos.

11. Conclusiones

A lo largo de este trabajo se ha realizado un análisis exhaustivo de la empresa RIPLEY CORP S.A. para poder determinar el precio de la acción de esta a través del método de flujo de cajas descontado al 31 de marzo del 2020.

Como se mostró anteriormente en los cálculos realizados, el precio de la acción resultó en CLP 222,73, el cual mantiene una diferencia de 20,5% en relación con el precio cotizado en bolsa el 31 de marzo del 2020 que tiene un valor de CLP 184,85.

Estos resultados pueden deberse a que el valor de la acción en ese momento del tiempo, estuvo expuesta a grandes fluctuaciones del mercado debido al temor de estos ante las posibles consecuencias del virus Covid-19 podría traer a la economía nacional y mundial. Este supuesto tiene sustento si nos fijamos posteriormente en la evolución del precio de Ripley, en donde al pasar del año la acción alcanza un precio promedio de CLP 257,63, que, al ser comparado con el precio calculado en este informe, se alcanza una conclusión contraria, ósea que el precio esta subvalorado por un 13,54%.

Si analizamos este supuesto de que la acción esta subvalorada, podemos llegar a la conclusión de que en general el modelo asume crecimiento muy lento y conservador, dado que en estos últimos años ha habido una tendencia a una desaceleración en las tasas de crecimiento de los ingresos de Ripley y de sus competidores, y es por la misma razón que las proyecciones en los dos países en donde opera Ripley (Chile y Perú) también han proyectado crecimientos lentos, más bajos que los últimos años.

La conclusión que se puede inferir es que, si bien el precio calculado difiere en un gran porcentaje en ese momento del tiempo, esto se debe más bien a una sobre reacción del mercado debido al miedo por las consecuencias del Covid-19 y que, al analizar el precio a lo largo del tiempo, este alcanza un valor muy cercano al calculado en este informe, por lo que la estimación del precio es razonablemente correcta.

12. Anexos

12.1. Anexo 1

Resumen Regresión Año 2017

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,5366339
Coefficiente de determinación R ²	0,287976
R ² ajustado	0,2810631
Error típico	0,0383155
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libena de cuadra	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,0611571	0,061157084	41,65804332
Residuos	103	0,1512116	0,001468074	3,61883E-09
Total	104	0,2123687		

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	0,0028771	0,0038616	0,74504838	0,45793917	-0,004781516	0,0105357
Variable X 1	1,3823331	0,2141723	6,454304248	3,61883E-09	0,957572898	1,807093345

Resumen Regresión Año 2018

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,691844905
Coefficiente de determinación R ²	0,478649372
R ² ajustado	0,473587716
Error típico	0,028178241
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,075084895	0,075084895	94,56377866	3,03565E-16
Residuos	103	0,081783367	0,000794013		
Total	104	0,156868262			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	0,000543004	0,002776218	0,195591168	0,845315511	-0,00496297	0,006048977
Variable X 1	1,529004747	0,157233986	9,724390915	3,03565E-16	1,21716822	1,840841274

Resumen Regresión Año 2019

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,681437814
Coefficiente de determinación R ²	0,464357494
R ² ajustado	0,459106097
Error típico	0,025167105
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,056007232	0,056007232	88,42551491	1,70248E-15
Residuos	102	0,064605082	0,000633383		
Total	103	0,120612313			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-0,003537922	0,002476833	-1,428405518	0,156230161	-0,008450709	0,001374865
Variable X 1	1,334990796	0,141967676	9,40348419	1,70248E-15	1,053398584	1,616583008

Resumen Regresión Año 2020

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,758959137
Coefficiente de determinación R ²	0,576018972
R ² ajustado	0,571902651
Error típico	0,036375105
Observaciones	105

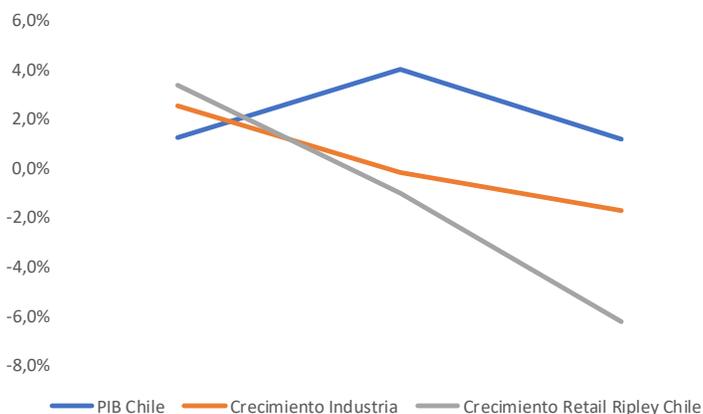
ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,185155282	0,185155282	139,9353983	6,60079E-21
Residuos	103	0,136284273	0,001323148		
Total	104	0,321439556			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-0,003264519	0,003572519	-0,913786395	0,362963199	-0,010349767	0,003820729
Variable X 1	1,371600719	0,115948173	11,82942933	6,60079E-21	1,141644865	1,601556574

12.2. Anexo 2

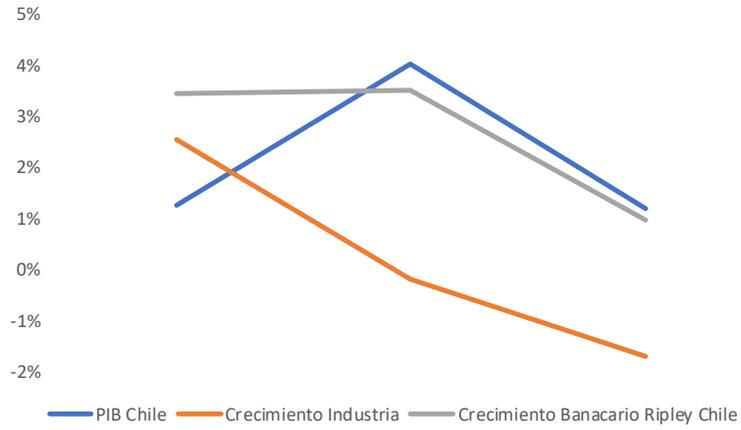
Anexo 2: PIB Chile VS Crecimiento Retail Chile



Fuente : Elaboracion Propia

12.3. Anexo 3

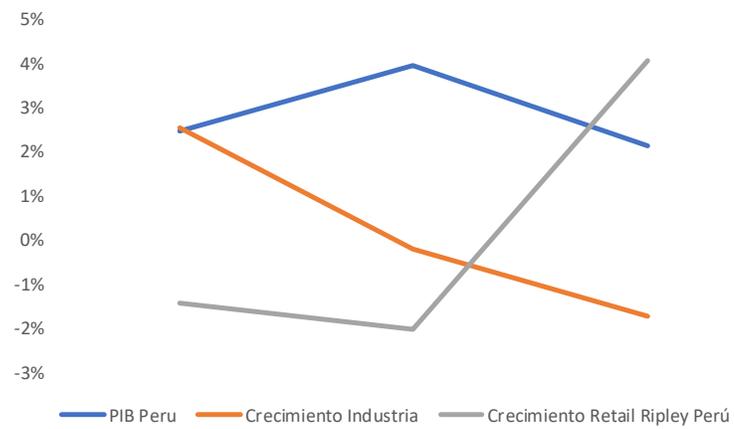
Anexo 3: PIB Chile VS Crecimiento Bancario Chile



Fuente : Elaboracion Propia

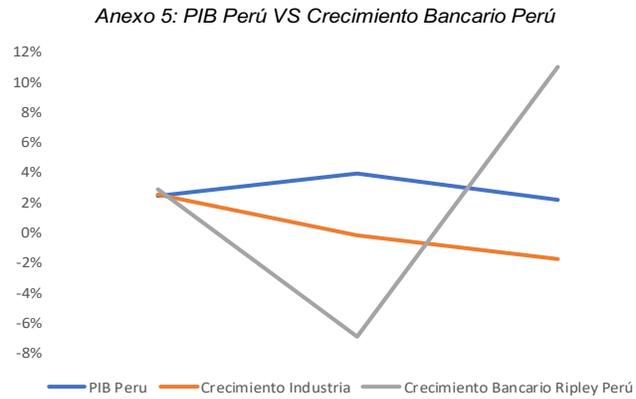
12.4. Anexo 4

Anexo 4: PIB Perú VS Crecimiento Retail Perú

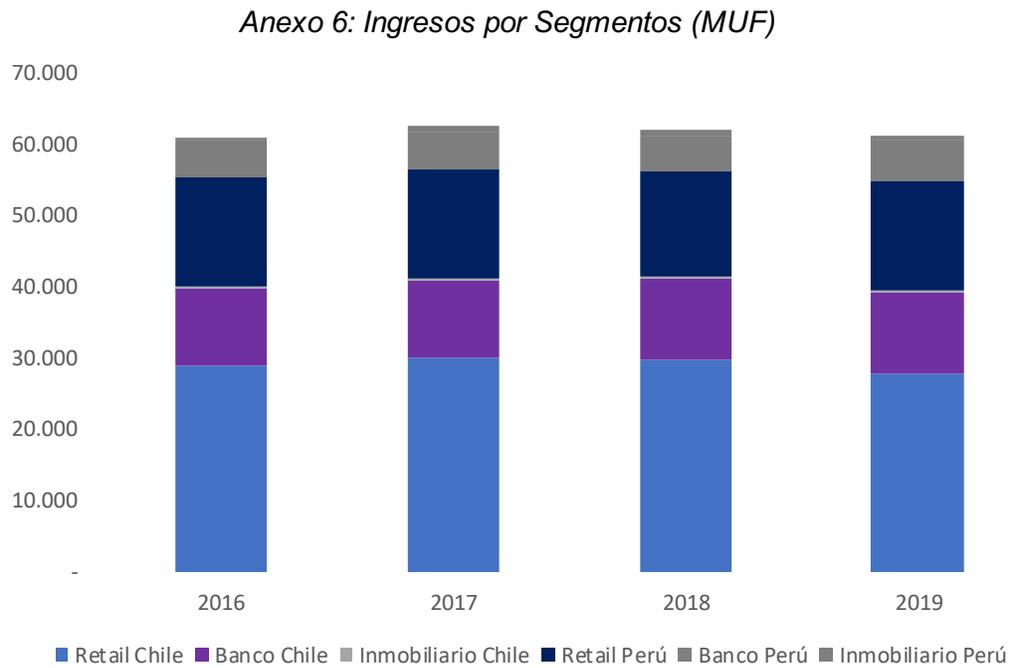


Fuente : Elaboracion Propia

12.5. Anexo 5



12.6. Anexo 6



13. Referencias

- *Comisión para el Mercado Financiero (CMF), obtención información financiera y de accionista de Ripley*
<http://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=99579730&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- *Ripley Inversionistas, Obtención de memorias e informaciones de proyectos*
<https://ripleyinversionistas.cl/es/>
- *Investing. Series de Tiempo de la acción Ripley Corp e Índice IGPA*
<https://www.investing.com/indices/igpa-historical-data>
- *Boletín Sectores Económicos Índice de Actividad del Comercio marzo 2020, Instituto Nacional de Estadísticas de Chile.*
[https://www.ine.cl/docs/default-source/actividad-mensual-del-comercio/boletines/2020/bolet%C3%ADn-sectores-econ%C3%B3micos-%C3%ADndice-de-actividad-del-comercio-\(iac\)-marzo-de-2020.pdf](https://www.ine.cl/docs/default-source/actividad-mensual-del-comercio/boletines/2020/bolet%C3%ADn-sectores-econ%C3%B3micos-%C3%ADndice-de-actividad-del-comercio-(iac)-marzo-de-2020.pdf)
- *Datos del PIB de Chile y Perú, de la banca de datos del banco mundial*
<https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=CL>
<https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=PE>
- *Boletín de comercio Interno, Ministerio de la producción Perú*
<http://ogeiee.produce.gob.pe/index.php/shortcode/estadistica-oee/estadisticas-comercio-interno>
- *Información de Créditos de Consumo, Banco Central de Chile*
https://si3.bcentral.cl/estadisticas/Principal1/enlaces/excel/EMF/Excel_DEMF_Colocaciones.html