



UNIVERSIDAD DE CHILE

**UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS
ESCUELA DE POSTGRADO**

**VALORACIÓN RIPLEY CORP S.A.
AL 30 DE JUNIO DE 2022
MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS**

**ACTIVIDAD FORMATIVA EQUIVALENTE A TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGISTER EN FINANZAS**

**NOMBRE DEL ESTUDIANTE: JAZMÍN VERA.
NOMBRE DEL PROFESOR GUÍA: CARLOS MAQUIEIRA VILLANUEVA.**

Ciudad Santiago 28 de mayo, Chile
Año de publicación: 2023

Contenido

| | |
|---|----|
| 1. RESUMEN EJECUTIVO..... | 6 |
| 2. METODOLOGIA..... | 7 |
| 2.1. Principales métodos de valoración | 7 |
| 2.1.1. Método de flujos de caja descontados..... | 7 |
| 2.1.2. Método de múltiplos | 10 |
| 3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA..... | 12 |
| 3.1. Descripción de la empresa | 12 |
| 3.1.1. Antecedentes del negocio e historia | 13 |
| 3.1.2. Principales accionistas | 13 |
| 3.1.3. Negocios (Filiales)..... | 15 |
| 3.2. Descripción de la industria y estado actual..... | 18 |
| 3.2.1. Segmento Retail..... | 18 |
| 3.2.2. Segmento Bancario | 18 |
| 3.2.3. Segmento Inmobiliario | 19 |
| 3.2.4. Regulación y fiscalización..... | 19 |
| 3.2.5. Riesgos | 21 |
| 3.2.6. Empresas comparables | 24 |
| 4. ESTRUCTURA DE CAPITAL | 27 |
| 4.1. Deuda financiera | 27 |
| 4.2. Patrimonio económico | 28 |
| 4.3. Valor económico..... | 28 |
| 4.4. Estructura de capital histórica y objetivo | 29 |
| 5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL | 30 |

| | | |
|--------|---|----|
| 5.1. | Costo de la deuda | 30 |
| 5.2. | Beta de la deuda | 31 |
| 5.3. | Estimación del beta patrimonial | 32 |
| 5.4. | Beta patrimonial sin deuda (desapalancado) | 33 |
| 5.5. | Beta patrimonial con estructura de capital objetivo | 35 |
| 5.6. | Costo patrimonial..... | 35 |
| 5.7. | Costo de capital..... | 36 |
| 6. | 6. ANÁLISIS DEL NEGOCIO | 37 |
| 6.1. | Análisis de crecimiento de la empresa..... | 37 |
| 6.2. | Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa | 39 |
| 6.3. | Análisis del resultado no operacional de la empresa | 44 |
| 6.4. | Análisis de márgenes de la empresa | 47 |
| 6.5. | Análisis de los activos de la empresa | 50 |
| 6.5.1. | Activos operacionales y no operacionales | 50 |
| 6.5.2. | Capital de trabajo operativo neto | 54 |
| 6.5.3. | Inversiones | 55 |
| 6.6. | Análisis de crecimiento de la industria | 56 |
| 6.6.1. | Industria Retail en Chile..... | 56 |
| 6.6.2. | Industria Retail en Perú. | 57 |
| 6.6.3. | Industria Bancaria en Chile..... | 58 |
| 6.6.4. | Industria bancaria en Perú..... | 59 |
| 7. | 7. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS | 60 |
| 7.1. | Análisis de las empresas comparables..... | 60 |
| 7.1.1. | Falabella..... | 61 |
| 7.1.2. | Tricot | 62 |

| | | |
|--------|--|----|
| 7.1.3. | Hites | 62 |
| 7.1.4. | La Polar | 63 |
| 7.2. | Múltiplos de la industria | 63 |
| 7.3. | Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria..... | 64 |
| 7.4. | Análisis de los resultados | 65 |
| 8. | CONCLUSIONES..... | 67 |
| 9. | ANEXOS | 68 |
| 9.1. | Anexo 1: Regresión IGPA - Retornos Ripley. | 68 |
| 9.2. | Anexo 2: Otras ganancias y otras pérdidas. | 69 |
| 10. | BIBLIOGRAFIA..... | 72 |

Índice de cuadros

| | |
|---|----|
| Cuadro 1: Antecedentes de Ripley | 12 |
| Cuadro 2: Ingresos y EBITDA de Ripley por país y segmento de negocio año 2021. .. | 13 |
| Cuadro 3: Principales accionistas de Ripley. | 14 |
| Cuadro 4: Doce principales accionistas de Ripley Corp al 31 de diciembre de 2021. .. | 14 |
| Cuadro 5: Superficie y fecha de apertura de nuevos centros comerciales. | 17 |
| Cuadro 6: Ingresos de las empresas comparables. | 26 |
| Cuadro 7: EBITDA de las empresas comparables. | 26 |
| Cuadro 8: Deuda financiera histórica de Ripley. | 27 |
| Cuadro 9: Patrimonio económico de Ripley. | 28 |
| Cuadro 10: Valor económico de Ripley. | 29 |
| Cuadro 11: Estructura de capital de Ripley histórica. | 29 |
| Cuadro 12: Estructura de capital promedio de Ripley. | 30 |
| Cuadro 13: Antecedentes del bono más largo de Ripley. | 30 |
| Cuadro 14: Resultado regresión beta Ripley. | 33 |
| Cuadro 15: Estructura de financiamiento Ripley años 2020 y Junio 2022. | 34 |
| Cuadro 16: Ingresos por país y segmento Ripley Corp. | 37 |
| Cuadro 17: Peso relativo de los ingresos por país y segmento de Ripley Corp. | 38 |
| Cuadro 18: Crecimiento de los ingresos por país y segmento de Ripley Corp. | 38 |
| Cuadro 19: Monto de Costos y Gastos Operacionales y Porcentaje sobre los Ingresos por rubro. | 40 |
| Cuadro 20: Resultado operacional (EBIT) segmento Retail | 41 |
| Cuadro 21: Resultado operacional (EBIT) segmento Bancario. | 42 |
| Cuadro 22: Resultado operacional (EBIT) segmento Inmobiliario. | 43 |
| Cuadro 23: Detalle de los gastos de administración Ripley Corp. | 44 |
| Cuadro 24: Participación en asociadas. | 44 |
| Cuadro 25: Apertura resultado no operacional. | 45 |
| Cuadro 26: Resultado no operacional como porcentaje sobre la venta. | 45 |
| Cuadro 27: Apertura costos financieros. | 46 |
| Cuadro 28: Márgenes de Ripley por segmentos de negocios. | 48 |
| Cuadro 29: Rentabilidad porcentual de Ripley por segmentos de negocios. | 49 |

| | |
|--|----|
| Cuadro 30: Clasificación de Activos Corrientes de Ripley | 51 |
| Cuadro 31: Clasificación de Activos No Corrientes de Ripley. | 52 |
| Cuadro 32: Capital de trabajo operativo neto histórico de Ripley. | 54 |
| Cuadro 33: Inversiones históricas de Ripley. | 55 |
| Cuadro 69: Porcentaje de Ingreso de empresas comparables al 31 de dic. 2021. | 60 |
| Cuadro 70: Porcentaje de EBITDA de empresas comparables al 31 de dic. 2021. | 61 |
| Cuadro 71: Múltiplos Falabella. | 61 |
| Cuadro 72: Múltiplos Tricot. | 62 |
| Cuadro 73: Múltiplos Hites. | 62 |
| Cuadro 74: Múltiplos La Polar. | 63 |
| Cuadro 75: Múltiplos de la industria. | 63 |
| Cuadro 76: Indicadores Financieros de Ripley. | 64 |
| Cuadro 77: Valoración por múltiplos de Ripley Corp al 30 de junio de 2022. | 65 |
| Cuadro 78: Valoración Ripley considerando la mediana de los múltiplos al 30 de junio de 2022. | 66 |
| Cuadro 79: Apertura otras ganancias. | 69 |
| Cuadro 80: Apertura Otras pérdidas. | 70 |

1. RESUMEN EJECUTIVO

Este informe presenta la valorización de la compañía Ripley Corp al 30 de Junio de 2022. Dicha valoración fue realizada siguiendo la metodología de Múltiplos de Empresas Comparables. Para lo cual se definieron razones de ganancia, de valor libro y de ingresos para las siguientes compañías comparables: Falabella, Tricot, Hites y La Polar.

Dado que Ripley es principalmente una compañía de Retail, segmento que representa el 82,3% de sus ingresos, se utilizaron como múltiplos las razones de ganancia de empresas comparables (Price-Earnings Ratio (PER), Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA), Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT).

En función de estas razones, el precio por acción de Ripley Corp fue estimado entre \$106,4 y \$168.4 con media \$137,4 mostrando que el precio de mercado está sobrevalorando el precio de la acción de Ripley Corp.

2. METODOLOGIA

2.1. Principales métodos de valoración

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

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

2.1.1. Método de flujos de caja descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es

la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

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

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente

como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

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

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira y Espinosa, 2019).

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

2.1.2. 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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

2.1.2.1. Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “*Precio de la acción*” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “*Utilidad de la acción*” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “*EBIT*” (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional, y “*EBITDA*” (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

2.1.2.2. Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Valor libro del patrimonio*” es el valor contable del patrimonio, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “*Valor libro de los activos*” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

2.1.2.3. Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Ventas por acción*” son las ventas divididas por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “*Ventas*” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el *Price to Book Value* es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el *Enterprise Value to EBITDA* se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el *Price to Earnings Ratio* se utiliza en los sectores de *utilities* y gas y petróleo, y iv) el *Price to Sales Ratio* es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

3.1. Descripción de la empresa

Ripley Corp S.A. en adelante Ripley es una organización que cuenta con operaciones en Chile y Perú en los segmentos de Retail, bancario e inmobiliario. Inaugura su primer establecimiento en el año 1956 como “Calderón Confecciones”, negocio principalmente de venta por tienda al por menor de ropa masculina. En el año 2004 se constituye como Ripley Corp S.A. Su propiedad se tranza en la Bolsa de Santiago con los siguientes datos:

Cuadro 1: Antecedentes de Ripley

| Tipo de información | Descripción |
|--|--|
| Ticker o Nemotécnico | RIPLEY |
| Clase de acción | Nominativas de una misma serie |
| Derechos de cada clase | Equivalente a su porcentaje de participación |
| Número de acciones | 1.936.052.298 |
| Mercado donde transa sus acciones | Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile |
| Descripción de la empresa (<i>profile</i>) | Ripley Corp es hoy una de las mayores compañías del sector retail de Chile y Perú. |
| Rubros y países donde opera | Opera en Chile y Perú en los siguientes segmentos: 1) Segmento de retail mediante la venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar a través de las tiendas por departamento y el canal online; 2) Negocio bancario manejado por Banco Ripley y enfocado principalmente en el sector de consumo y; 3) Negocio inmobiliario con Ripley participando en la propiedad de centros comerciales. |

Fuente: Memoria anual Ripley 2021.

Como se observa en el cuadro anterior, Ripley Corp tiene presencia en dos países de Latinoamérica (Perú y Chile) con 76 tiendas con una superficie de venta total de más de 470 mil m², 13 malls con sobre 325 mil m² de superficie arrendable propia y con más de 1,5 millones de tarjetas de crédito con saldo. Además, en el año 2002 recibió la autorización por parte de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (ex

SBIF hoy Comisión para el Mercado Financiero (CMF)) para operar un banco, el cual hoy en día cuenta con 33 sucursales y 39 centros de servicios.

En el siguiente cuadro se presentan los ingresos de Ripley por país y segmento de negocio en el año 2021.

Cuadro 2: Ingresos y EBITDA de Ripley por país y segmento de negocio año 2021.

| País / Rubro | Ingresos 2021 (miles de UF) | % | EBITDA 2021 (miles de UF) | % |
|---------------------|--------------------------------|---------------|------------------------------|---------------|
| Chile | 48.759,7 | 73,3% | 6.368,4 | 87,8% |
| Retail | 41.608,3 | 62,5% | 3.764,5 | 51,9% |
| Banco | 7.138,7 | 10,7% | 2.656,1 | 36,6% |
| Inmobiliario | 12,6 | 0,0% | 12,6 | 0,2% |
| Ajustes | - | 0,0% | -64,7 | -0,9% |
| Perú | 17.954,8 | 27,0% | 1.075,4 | 14,8% |
| Retail | 14.688,2 | 22,1% | 731,8 | 10,1% |
| Banco | 2.598,1 | 3,9% | -226,4 | -3,1% |
| Inmobiliario | 668,5 | 1,0% | 509,6 | 7,0% |
| Ajustes | - | 0,0% | 60,5 | 0,8% |
| Intercompany | -174,3 | -0,3% | -192,8 | -2,7% |
| Ajustes | -174,3 | -0,3% | -192,8 | -2,7% |
| Total | 66.540,2 | 100,0% | 7.251,1 | 100,0% |

Fuente: Memoria anual Ripley Corp 2021.

3.1.1. Antecedentes del negocio e historia

En el año 1964 se inaugura la primera tienda con el nombre de “Ripley” en pleno centro de Santiago de Chile y en 1997 se inaugura la primera tienda fuera de Chile, Ripley Jockey Plaza, en Lima, Perú.

El 14 de Julio del año 2005 Ripley realiza una exitosa Oferta Pública Inicial, ofreciendo el 15% de la propiedad accionaria.

3.1.2. Principales accionistas

El principal accionista de Ripley es la sociedad Inversiones R Matriz Limitada, la cual es dueña directa e indirectamente de un 42,84% de las acciones en las cuales se divide el

capital de Ripley. A su vez, los dueños de la sociedad R Matriz Limitada son conjuntamente los hermanos Calderón Volochinsky, según detalla el siguiente cuadro.

Cuadro 3: Principales accionistas de Ripley.

| Nombre | Número de Acciones | % Participación 2021 |
|---|----------------------|----------------------|
| Michel Calderón Volochinsky | 276.435.631 | 14,278% |
| Andrés Calderón Volochinsky | 276.435.631 | 14,278% |
| Lázaro Calderón Volochinsky | 276.435.631 | 14,278% |
| Total Familia Calderón Volochinsky | 829.306.893 | 42,834% |
| Total acciones Ripley Corp | 1.936.052.298 | |

Fuente: Memoria anual Ripley Corp 2021.

Con respecto a los demás participantes de la sociedad Ripley Corp. S.A. tenemos los siguientes 12 principales accionistas:

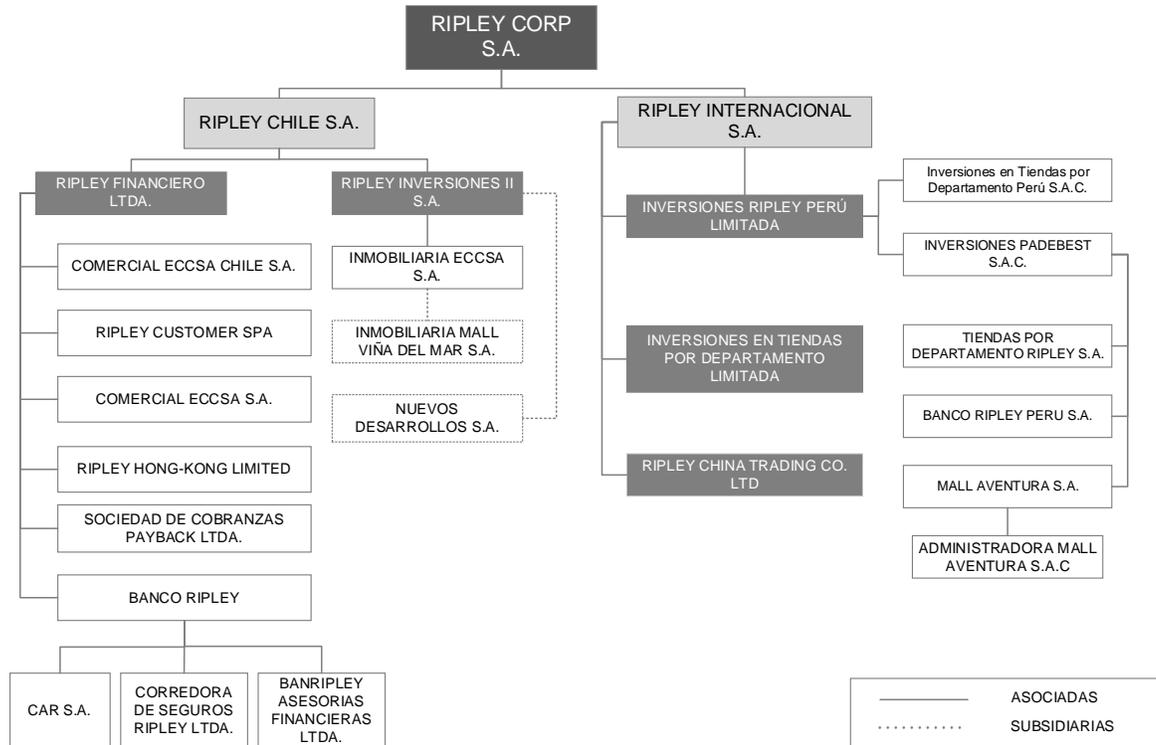
Cuadro 4: Doce principales accionistas de Ripley Corp al 31 de diciembre de 2021.

| Nombre o Razón Social | Acciones | % de propiedad |
|--|----------------------|----------------|
| INVERSIONES R MATRIZ LIMITADA. | 829.306.893 | 42,83% |
| BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S A | 109.199.370 | 5,64% |
| BTG PACTUAL CHILE S.A. CORREDORES DE BOLSA | 98.585.139 | 5,09% |
| BCI CORREDOR DE BOLSA S.A. | 64.826.942 | 3,35% |
| FONDO MUTUO BTG PACTUAL CHILE ACCION | 61.584.410 | 3,18% |
| AFP HABITAT S.A. PARA FONDO DE PENSION C | 42.708.737 | 2,21% |
| AFP PROVIDA S.A. PARA FONDO DE PENSION C | 36.427.360 | 1,88% |
| PCK S.P.A. | 35.841.221 | 1,85% |
| CK EMC S.P.A. | 35.841.221 | 1,85% |
| DCK S.P.A. | 35.841.221 | 1,85% |
| BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES | 31.492.185 | 1,63% |
| SANTANDER CORREDORES DE BOLSA LIMITADA | 30.311.360 | 1,57% |
| TOTAL | 1.411.966.059 | 73% |

Fuente: Memoria anual Ripley Corp 2021.

3.1.3. Negocios (Filiales)

La siguiente figura muestra la estructura societaria de Ripley.



Fuente: Memoria anual Ripley Corp 2021.

3.1.3.1. Segmento Retail

El sector Retail es una industria de alto dinamismo, tanto así que representa aproximadamente el 20% del PIB de Chile (Palacios, La Clase Ejecutiva, 2022). Retail o ventas al por menor es una de las principales fuentes de ingreso de Ripley Corp, tras su exitosa irrupción en el Mall Parque Arauco en la década de los 90, la estrategia de Ripley ha sido la interacción entre sus tiendas por departamento y el segmento bancario. Ripley, se ha caracterizado por poner énfasis en la omnicanalidad y digitalización de sus negocios y procesos. Tanto así que durante el 2021 logró posicionarse como uno de los e-commerce más visitados en Chile y Perú.

Ripley cuenta con su propia billetera digital *Check*, que permite realizar compras online, esta plataforma ya cuenta con 1 millón de usuarios y 50 mil comercios adheridos, lo que permite una mayor interacción entre los actores de la industria. También, a través de su sitio web Ripley, les permite a diferentes comercios exhibir y comercializar sus productos, incrementando así la gran variedad de productos y servicios ofrecidos. Ripley fue el primer Retail en América Latina en desarrollar este Marketplace abierto. El cual ha presentado en los últimos años un fuerte incremento en ventas de la mano con el crecimiento de la demanda online, post pandemia y con el desafío de aumentar el margen con altos costos logísticos y tecnológicos que han erosionado el margen.

Ripley posee contratos y licencias con diferentes marcas reconocidas a nivel internacional y además posee diferentes marcas propias.

Ripley cuenta con 45 tiendas en el caso de Chile, 16 en la Región Metropolitana y 19 en las demás regiones. En el caso de Perú cuenta con 30 tiendas de Retail, ubicadas en los departamentos de Lima.

3.1.3.2. Segmento Bancario

En su memoria anual 2021 Ripley menciona que está desarrollando un banco orientado a las personas, simple, digital e integral. A través de su servicio bancario ofrece un mix de productos y servicios, entre ellos, créditos de consumo, tarjetas de créditos, cuentas vistas, depósitos a plazos, seguros y su plataforma Chek.

Banco Ripley cuenta con 99 sucursales y centros de servicio a nivel consolidado. En el caso de Chile, el Banco cuenta con 21 sucursales bancarias y 45 centros de servicios, de las cuales el 81% de las sucursales son arrendadas; mientras que Perú cuenta con 33 sucursales bancarias, de las cuales el 91% son arrendadas.

3.1.3.3. Segmento Inmobiliario

La compañía cuenta con centros comerciales con ubicación estratégica y de alta conectividad, con locatarios diversos, una amplia oferta de entretenimiento y servicios, convirtiéndose en un atractivo para los visitantes.

Ripley controla sus centros comerciales a través de la inversión en asociadas, en el caso de Chile Ripley posee el 50% de sociedad Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A., está opera 3 centros comerciales. De igual manera posee el 22,5% de la sociedad Nuevos Desarrollos S.A., dueña de 11 centros comerciales. En el caso de Perú, Ripley controla de manera independiente sus negocios de centros comerciales, a través de la sociedad Mall Aventura S.A., siendo dueña en Perú de 3 centros comerciales y 2 proyectos en desarrollo.

Al 31 de diciembre del año 2021, la superficie arrendable de los centros comerciales en Chile de Ripley suman un total de 203.671 metros cuadrados, en el caso de Perú para el 2024 alcanzarán una superficie arrendable de más de 311.706 metros cuadrados.

Cuadro 5: Superficie y fecha de apertura de nuevos centros comerciales.

| Perú - En Desarrollo | Superficie (m2) | Propiedad | Apertura Estimada |
|--------------------------------------|-----------------|-----------|-------------------|
| Mall Aventura Iquitos | 46.708 | 100% | 2023 |
| Mall Aventura San Juan de Lurigancho | 60.410 | 100% | 2024 |
| Total Perú en desarrollo | 107.118 | | |

Fuente: Memoria anual Ripley Corp 2021.

Dada la cercanía de la apertura de estas inversiones al año 2022, gran parte de éstas ya fueron reconocidas dentro del balance de Ripley como obras en curso. Por esta razón no serán consideradas como inversiones que representen salidas de flujo.

3.2. Descripción de la industria y estado actual.

3.2.1. Segmento Retail

La industria del Retail en el mundo ha experimentado grandes cambios y avances gracias al crecimiento de la economía, la globalización, aumento del consumo, mayor posibilidad de crédito y avances tecnológicos. El entorno actual es altamente dinámico y competitivo. El e-commerce, la omnicanalidad, la digitalización y el creciente uso de los teléfonos inteligentes se han transformado en un eje de desarrollo importante para el sector y los consumidores.

En el 2017 Ripley fue la primera compañía en lanzar un Marketplace en Chile, Mercado Ripley, plataforma integrada a Ripley.com, en el 2018 se implementó también en Perú. A través de esta plataforma Ripley ha expandido su alcance comercial y de ventas a otras categorías.

La participación de mercado de Ripley en la industria del Retail en Chile es 21,9% y en el caso de Perú, donde la industria está más concentrada, es uno de los principales retailers con un 40% del mercado.

3.2.2. Segmento Bancario

En el 2021 las instituciones bancarias en Chile y Perú se vieron afectadas por las condiciones macroeconómicas, y en el caso de Chile por el exceso de liquidez debido a los retiros de los fondos de pensiones y a las ayudas estatales. Esto ha llevado a un fuerte aumento de la tasa de política monetaria por parte de los bancos centrales para controlar la inflación.

De acuerdo con la memoria anual de Ripley 2021, en el caso de Chile, según datos de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), a diciembre de 2021, Banco Ripley es el tercer emisor más relevante respecto a tarjetas de crédito con operaciones alcanzando un 11,3% del mercado. De la misma manera, en Perú, según información de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) para el cierre del año 2021, Banco Ripley es el segundo mayor emisor de tarjetas de crédito bancarias con 19% de participación de mercado.

3.2.3. Segmento Inmobiliario

En este segmento, Ripley participa en la propiedad indirecta de centros comerciales en Chile y propiedad directa en Perú. En Chile, tiene participación del 22,5% de Nuevos Desarrollos S.A. y el 50% de la propiedad de Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. Este segmento se encuentra expuesto a una fuerte amenaza producto de la fuerte digitalización de los servicios de muchas empresas que requerían espacios físicos para arrendar. Esto ha llevado a postergar aperturas de tiendas en los centros comerciales y también a una disminución por el cobro de arriendo de espacios.

Adicionalmente, desde el punto de vista inmobiliario se ha buscado un uso alternativo de espacios que ya no tienen un uso frecuente, como antes de la pandemia. Es el caso del centro comercial Costanera Center en el cual un piso de estacionamiento se adaptó como Dark Store (o tienda oscura) para satisfacer la demanda online de Cencosud.

3.2.4. Regulación y fiscalización

Ripley Corp Al ser una sociedad anónima abierta está sujeta a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), de acuerdo con la ley 18.046 artículo 2°.

La Comisión para el Mercado Financiero es el ente responsable por velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública

En este sentido, Ripley Corp debe proporcionar de manera periódica sus estados financieros auditados, así como cualquier información relevante sobre su situación financiera o hechos esenciales que se generen durante sus operaciones de manera oportuna.

Desde el punto de vista de los rubros o industrias donde Ripley opera, adicionalmente está regulada por las siguientes normativas:

3.2.4.1. Regulación y fiscalización Retail

La venta al detalle está sujeta a una serie de normativas que buscan regular la relación entre proveedores de bienes y servicios y los consumidores finales. La Ley N° 19.496 (Ley del Consumidor) establece una serie de derechos a los consumidores y a las empresas en relación con: información oportuna de los bienes ofrecidos y su precio, regulación de las publicidades y el derecho a retracto en las compras entre otros.

El ente encargado por velar por estos derechos corresponde al Servicio Nacional del Consumidor, el cual posee las facultades de fiscalización de dicha normativa.}

3.2.4.2. Regulación y fiscalización Banco

Este rubro se encuentra fuertemente regulado por la ley 21.130 (Ley General de Bancos) la cual establece requerimientos de capital mínimos para esta industria y la ponderación por riesgo de los activos que se posean con el objetivo de evitar la insolvencia de este tipo de empresas.

Desde el punto de vista de los consumidores, la relación con estas entidades se encuentra, al igual que en el punto anterior, regulada por la ley N° 19.496 (Ley de Consumidor).

3.2.4.3. Regulación y fiscalización Inmobiliario

En este caso, al considerarse una relación entre privados, la normativa aplicable corresponde al Código Civil, el cual en su artículo N° 1545 establece que todo contrato legalmente celebrado es ley para los contratantes y sólo puede ser invalidado por consentimiento mutuo de las partes.

Adicionalmente, el artículo N° 1.554 establece una serie de requisitos para que un contrato sea válido, siendo los principales: exigencia de contratos escritos, establecimiento de plazos y especificación de qué se promete por cada parte.

3.2.5. Riesgos

Ripley está expuesta a los riesgos inherentes de los negocios en los cuales participa y que están asociados a los ciclos de la economía mundial y en particular a los mercados chilenos y peruanos. Tanto en el negocio de Retail, bancario e inmobiliario están expuestos a riesgos de mercados, de crédito y de liquidez.

Ripley destaca en su memoria anual 2021 algunos de los siguientes riesgos:

3.2.5.1. Riesgos provenientes de emergencias sanitarias.

Como ya es sabido la emergencia sanitaria ocasionada por el Covid 19 dio un giro a nuestras vidas, impactando a gran parte del mundo, a los clientes y a los proveedores de Ripley. El Covid 19 generó un impacto negativo en los negocios, en las finanzas y resultados de las empresas, paralizando las actividades de Ripley, para luego ir tomando medidas de distanciamiento, aforos y uso de mascarillas.

La pandemia ha dejado a muchos países en una gran crisis financiera, afectando al consumo y por ende a la demanda. Ripley ha implementado diferentes medidas, como potenciar sus ventas a través de sus canales online.

3.2.5.2. Riesgo Político.

En el caso de Chile se vivió mucha incertidumbre debido al funcionamiento de la Convención para una nueva constitución y los cambios que podrían surgir, si bien la propuesta fue rechazada, aún queda la incertidumbre respecto a cómo se cerrará este ciclo constituyente. Esto puede seguir afectando las perspectivas empresariales y en última instancia a Ripley y a sus diferentes áreas de negocio sumado a la elección del nuevo gobierno en Chile a cargo del presidente Gabriel Boric que compitió junto a la coalición “Apruebo Dignidad”, encabezada por el Frente Amplio y el Partido Comunista. Todo esto es el contexto político en el cual funciona la compañía actualmente en Chile y donde sus operaciones pueden verse afectadas positiva o negativamente. Esto ha ocasionado que las perspectivas para los próximos años se vean erosionadas,

particularmente para el año 2023 se pronostica para Chile una caída de -1% del PIB (Toledo, 2022).

Por otra parte, en el caso de Perú, la segunda vuelta electoral que se llevó a cabo el 6 de junio de 2021 concluyó con la proclamación del Sr. Pedro Castillo como presidente electo. Los primeros meses de su gobierno trajeron consigo consecuencias como aumento del precio del dólar y mayor inflación; además, una mayor incertidumbre política y jurídica, debido al rechazo mayoritario de las medidas que se pretendían implementar, pero que a la fecha no han podido llevarse a cabo. Estos factores políticos podrían afectar negativamente a otros riesgos descritos y además a Ripley.

3.2.5.3. Riesgo de tasa de interés.

Ripley posee distintos tipos de financiamiento en diferentes monedas, tal como pesos chilenos, UF, soles peruanos, dólares estadounidenses y euros. Generalmente Ripley contrata financiamiento a tasa fija, pero en caso contrario Ripley contrata derivados para cubrirse frente a los riesgos de tasa de interés variable.

3.2.5.4. Evolución de las economías chilena y peruana.

La conducta de los agentes consumidores se afecta por el desempeño general de la economía, los cambios negativos en los indicadores de crecimiento, inflación y empleo podrían afectar negativamente los resultados de la Compañía, ya que mueven la conducta de compra del consumidor.

3.2.5.5. Riesgo específico de comercio o estructura de mercado.

Ripley cuenta con una gama de proveedores amplia y abierta al mundo, con distribuidores en diferentes puntos geográficos. Ripley también atiende a millones de clientes en los diferentes estratos socioeconómicos, comercializando sus productos en Chile y Perú. Por ello, su riesgo específico de comercio es bajo y similar al del comercio detallista en general y al de las grandes tiendas en particular.

3.2.5.6. Riesgo de tipo de cambio

Parte de los productos vendidos en las tiendas de Ripley son adquiridos en el extranjero, por ello, se enfrenta al riesgo de variación del tipo de cambio del peso chileno y del sol peruano frente al dólar estadounidense. La política de la compañía para cubrirse frente al riesgo cambiario es usar instrumentos de derivados y cubrir la posición neta de pasivos exigibles en moneda extranjeras, con el propósito de disminuir el riesgo.

3.2.5.7. Riesgo de competencia

La competencia está latente cotidianamente, pero Ripley se ha encargado de continuar desarrollando su estrategia competitiva de vanguardia, alineando con ella el desempeño en las variables claves del negocio, confianza, reputación, omnicanalidad, digitalización y conveniencia que la marca representa para los clientes.

La industria del retail es altamente competitiva, en los últimos años se ha observado la llegada de muchos retailers de especialidad y la entrada de nuevos actores digitales de servicio y productos financieros. Los resultados de Ripley pueden verse afectados dependiendo de la agresividad e intensidad de la competencia.

3.2.5.8. Riesgo de crédito en los segmentos bancarios

Riesgo de crédito o posibilidad que los bancos puedan incurrir en una pérdida por el incumplimiento parcial o total de los recursos facilitados a un determinado cliente. Dado esto, Ripley debe mantener permanentemente evaluada su cartera de colocaciones y sus créditos contingentes.

3.2.5.9. Riesgos de ciberseguridad

Ripley al igual que otras compañías está expuestas a la eventual ocurrencia de situaciones de riesgo cibernético que podrían afectar potencialmente los equipos, información o causar la interrupción de nuestras operaciones. A parte de estar permanentemente en alerta la compañía mantiene pólizas de seguros para mitigar los impactos potenciales producidos por este tipo de riesgos. Cualquier daño cibernético

podría tener un efecto adverso en las operaciones de Ripley.

3.2.6. Empresas comparables

En la Tabla 2 se observa que el 85% de los ingresos y el 77% del Ebitda provienen de rubro Retail, por lo que las empresas comparables serán aquellas con una fuerte presencia en este sector.

3.2.6.1. Falabella

Falabella fundada en 1889 por Salvatore Falabella es una de las mayores empresas de retail de la región, presente en 7 países (Chile, Colombia, Perú, Argentina, Brasil, Uruguay y México). A través de una red de más de 500 tiendas y 46 centros comerciales, Falabella opera en los segmentos de tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, supermercados, negocio inmobiliario y banco. Este último inicio sus operaciones en 1988 y a la fecha posee 313 sucursales bancarias exclusivas.

3.2.6.2. Tricot

Empresas Tricot S.A, es fundada en 1952 por los hermanos Pollak, especialistas en la elaboración de lanas y textiles del comercio mayorista, además se dedican al segmento financiero y retail destacándose en el área de vestuario, calzado y electrónica por menor. Tricot es una cadena de moda familiar que consta de 100 tiendas en todo Chile y aún sigue creciendo. Nuestra colección está dirigida a mujeres de todas las edades e incluye de todo, desde ropa interior hasta accesorios para acompañar cada una de nuestras tenidas.

3.2.6.3. La Polar

La Polar fue fundada en 1920 como una sastrería en lo que actualmente se conoce como Estación Central. En 1953 se convierte en una tienda de múltiples productos con el nombre de La Polar. Hacia fines de los años 1980, La Polar comienza su expansión en locales para convertirse en una cadena de grandes tiendas, siguiendo la tendencia de otras empresas como Falabella, París y Ripley.

En 2007, La Polar cambia su imagen comercial y comienza a participar en centros comerciales luego de una alianza con Mall Plaza. El año 2008 marcó el inicio de la internacionalización de la empresa, cuando decidió iniciar operaciones en Colombia, lo que se concretó en 2010 cuando inauguraron su primera tienda en el principal centro comercial de Bogotá, Centro Mayor. Actualmente La Polar cuenta con 39 tiendas en todo el país convirtiéndose en una de las principales empresas del sector retail en Chile, siendo el quinto actor de la industria, con una participación de mercado de alrededor del 6,5%.

3.2.6.4. Hites

El primer local de tienda Hites fue inaugurado en Santiago en el año 1940, por los hermanos Hites. Empresas Hites S.A. (Hites) opera en el sector retail, bajo la modalidad de tiendas por departamentos, y en el rubro financiero, mediante la tarjeta de crédito Hites, enfocándose en los segmentos C3-D de la población. La compañía cuenta con un total de 27 ubicaciones en formato multitienda, que suman un total de 132.126 metros cuadrados de superficie, todas ubicadas en Chile.

Los siguientes cuadros muestran los ingresos por segmentos y el EBITDA para estas empresas comparables.

Cuadro 6: Ingresos de las empresas comparables.

| País / Rubro | Falabella | % | Tricot | % | La Polar | % | Hites | % |
|---------------------------|------------------|---------------|----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|
| Chile | 243.942,2 | 65,9% | 5.834,3 | 100,0% | 14.226,8 | 100,0% | 13.029,9 | 100,0% |
| Retail | 208.168,5 | 56,2% | 5.834,3 | 100,0% | 14.226,8 | 100,0% | 13.029,9 | 100,0% |
| Bancario | 24.255,1 | 6,6% | | | | | | |
| Inmobiliario | 8.928,0 | 2,4% | | | | | | |
| Ajustes por consolidación | 2.590,6 | 0,7% | | | | | | |
| Argentina | 6.603,9 | 1,8% | | | | | | |
| Brasil | 7.551,8 | 2,0% | | | | | | |
| Peru | 89.469,2 | 24,2% | | | | | | |
| Colombia | 22.592,3 | 6,1% | | | | | | |
| Total | 370.159,4 | 100,0% | 5.834,3 | 100,0% | 14.226,8 | 100,0% | 13.029,9 | 100,0% |

Fuente: Memorias anuales y análisis razonados de cada compañía a dic. 2021.

Cuadro 7: EBITDA de las empresas comparables.

| País / Rubro | Falabella | % | Tricot | % | La Polar | % | Hites | % |
|---------------------------|-----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| Chile | 40.813,6 | 79,8% | 1.457,0 | 100,0% | 3.014,9 | 100,0% | 2.517,6 | 100,0% |
| Retail | 23.575,9 | 46,1% | 1.457,0 | 100,0% | 3.014,9 | 100,0% | 2.517,6 | 100,0% |
| Financiero | 10.491,9 | 20,5% | | | | | | |
| Inmobiliario | 6.731,5 | 13,2% | | | | | | |
| Ajustes por consolidación | 14,3 | | | | | | | |
| Argentina | -171,4 | -0,3% | | | | | | |
| Brasil | 705,3 | 1,4% | | | | | | |
| Perú | 7.878,6 | 15,4% | | | | | | |
| Colombia | 1.891,9 | 3,7% | | | | | | |
| Total | 51.118,0 | 100,0% | 1.457,0 | 100,0% | 3.014,9 | 100,0% | 2.517,6 | 100,0% |

Fuente: Memorias anuales y análisis razonados de cada compañía a dic. 2021.

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL

4.1. Deuda financiera

El siguiente cuadro presenta la deuda financiera de Ripley entre 2016 y junio 2022. Se excluyó la deuda financiera del negocio bancario, puesto que ésta no soporta el principal negocio de Ripley (Retail).

Cuadro 8: Deuda financiera histórica de Ripley.

| Pasivos Corrientes | | | | | | | |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Otros pasivos financieros (En miles de UF) | dic-16 | dic-17 | dic-18 | dic-19 | dic-20 | dic-21 | jun-22 |
| Préstamos de entidades financieras | 7.522,0 | 2.507,9 | 3.367,0 | 490,8 | 5.560,0 | 1.934,1 | 1.445,4 |
| Obligaciones con el público | 1.899,7 | 123,4 | 1.666,3 | 3.972,9 | 3.654,1 | 2.648,4 | 4.150,4 |
| Pasivos de cobertura y derivados financieros | 20,8 | 43,9 | 44,0 | 94,8 | 105,6 | 21,0 | 80,6 |
| Instrumentos de deuda emitidos | 1.067,8 | 979,6 | 1.121,9 | 1.380,3 | 1.514,5 | 1.164,0 | 474,1 |
| Otras obligaciones financieras | 466,0 | 330,5 | 476,2 | 956,3 | 884,8 | 1.107,4 | 1.109,0 |
| Pasivos por arrendamientos | 333,4 | 326,8 | 256,1 | 1.032,5 | 1.107,6 | 1.266,5 | 1.224,6 |
| Total pasivos corrientes | 11.309,6 | 4.312,1 | 6.931,5 | 7.927,6 | 12.826,5 | 8.141,4 | 8.484,1 |
| Pasivos no corrientes | | | | | | | |
| Otros pasivos financieros (En miles de UF) | dic-16 | dic-17 | dic-18 | dic-19 | dic-20 | dic-21 | jun-22 |
| Préstamos de entidades financieras | 4.533,1 | 3.167,8 | 2.294,1 | 1.808,3 | 2.668,5 | 1.994,6 | 2.747,5 |
| Obligaciones con el público | 4.922,5 | 14.685,6 | 14.598,5 | 12.218,2 | 10.139,6 | 9.631,5 | 9.668,6 |
| Pasivos de cobertura y derivados financieros | 0,0 | 16,8 | 109,3 | 142,9 | 198,4 | 73,6 | 146,4 |
| Instrumentos de deuda emitidos | 1.399,7 | 1.531,6 | 1.279,9 | 1.392,1 | 823,8 | 466,7 | 411,4 |
| Otras obligaciones financieras | 1.386,0 | 1.674,7 | 1.944,2 | 2.337,6 | 2.323,4 | 1.438,5 | 1.545,9 |
| Pasivos por arrendamientos | 1.448,3 | 886,1 | 532,7 | 12.689,2 | 12.007,4 | 11.493,6 | 11.444,2 |
| Total pasivo no corrientes | 13.689,6 | 21.962,7 | 20.758,6 | 30.588,4 | 28.161,0 | 25.098,5 | 25.964,0 |
| Total deuda financiera Ripley | 24.999,2 | 26.274,8 | 27.690,1 | 38.516,0 | 40.987,5 | 33.239,9 | 34.448,1 |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

Se observa que el monto absoluto de la deuda financiera aumentó fuertemente entre los años 2016 y 2020, explicado por la implementación de la NIIF 16 respecto a la presentación de obligaciones por arriendo. Sin embargo, aun considerando este cambio contable, los últimos 2 años Ripley ha presentado disminución de la deuda financiera no corriente.

4.2. Patrimonio económico

El patrimonio económico corresponde al valor de mercado del patrimonio, es decir el valor de las acciones de Ripley en un momento determinado multiplicado por el número total de acciones.

El siguiente cuadro muestra el valor de patrimonio económico al cierre de cada año desde diciembre del 2016 a junio del 2022. Se observa que el patrimonio económico ha sufrido una fuerte caída entre estos años, asociada a una disminución en el precio de su acción debido a que el número de acciones no ha cambiado.

Cuadro 9: Patrimonio económico de Ripley.

| Patrimonio Económico | dic-16 | dic-17 | dic-18 | dic-19 | dic-20 | dic-21 | jun-22 |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| Número de acciones (miles). | 1.936.052 | 1.936.052 | 1.936.052 | 1.936.052 | 1.936.052 | 1.936.052 | 1.936.052 |
| Precio de la acción (en pesos). | 309,6 | 530,14 | 466,4 | 278,3 | 192,0 | 132,3 | 145,0 |
| Precio de la acción (miles de UF). | 0,0117 | 0,0198 | 0,0169 | 0,0098 | 0,0066 | 0,0043 | 0,0044 |
| Valor Patrimonio Económico (miles de UF) | 22.747,1 | 38.300,4 | 32.755,3 | 19.035,3 | 12.786,5 | 8.262,9 | 8.484,0 |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

4.3. Valor económico

El valor económico corresponde al valor de mercado del patrimonio, más el valor de mercado de su deuda, para esta última se utiliza como proxy el valor libro de la deuda que paga intereses, estos valores fueron presentados en el cuadro 8. El siguiente cuadro presenta el valor económico de Ripley para los años 2016 a junio 2022.

Cuadro 10: Valor económico de Ripley.

| Valor económico (Miles de UF) | dic-16 | dic-17 | dic-18 | dic-19 | dic-20 | dic-21 | jun-22 |
|-------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Deuda financiera (B) | 24.999,2 | 26.274,8 | 27.690,1 | 38.516,0 | 40.987,5 | 33.239,9 | 34.448,1 |
| Patrimonio económico (P) | 22.747,1 | 38.300,4 | 32.755,3 | 19.035,3 | 12.786,5 | 8.262,9 | 8.484,0 |
| Valor económico (V) | 47.746,2 | 64.575,2 | 60.445,3 | 57.551,3 | 53.774,1 | 41.502,8 | 42.932,1 |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

4.4. Estructura de capital histórica y objetivo

En función del patrimonio económico y la deuda financiera presentadas anteriormente se pueden calcular ratios que muestren cuánto del financiamiento de Ripley se realiza mediante deuda o mediante patrimonio.

Se observa que el ratio deuda-patrimonio ha aumentado fuertemente entre los años 2020 y junio 2022, esto se explica principalmente por el efecto de la pandemia de Covid-19, donde la industria del retail fue fuertemente impactada producto de las severas restricciones de confinamiento impuestas por el gobierno. Esto ocasionó que se aceleraran las inversiones asociadas a los canales de venta online.

Cuadro 11: Estructura de capital de Ripley histórica.

| Ratios | dic-16 | dic-17 | dic-18 | dic-19 | dic-20 | dic-21 | jun-22 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| B/V | 52,4% | 40,7% | 45,8% | 66,9% | 76,2% | 80,1% | 80,2% |
| P/V | 47,6% | 59,3% | 54,2% | 33,1% | 23,8% | 19,9% | 19,8% |
| B/P | 1,1 | 0,7 | 0,8 | 2,0 | 3,2 | 4,0 | 4,1 |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

El siguiente cuadro muestra el promedio de los ratios de endeudamiento para Ripley, se observa que excluyendo los años impactados por la pandemia del coronavirus y la posterior recuperación de ésta (años 2020 y 2021), la estructura promedio de tendencia correspondería a un financiamiento de 51,4% de deuda y 48,6% de patrimonio (promedio años 2016-2019).

Cuadro 12: Estructura de capital promedio de Ripley.

| Ratios | E.C. Histórica | E.C. Histórica | E.C. Histórica | E.C. Objetivo |
|--------|----------------|-------------------|----------------|---------------|
| | Promedio | Promedio Pandemia | Promedio | Promedio |
| | 2016 - Jun 22 | 2020 - Jun 22 | 2016 - 2019 | 2016 - 2019 |
| B/V | 63,2% | 78,9% | 51,4% | 51,4% |
| P/V | 36,8% | 21,1% | 48,6% | 48,6% |
| B/P | 1,7 | 3,7 | 1,1 | 1,1 |

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

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

En esta sección se determinará el costo de capital de Ripley en función de la estructura de financiamiento objetivo definida anteriormente.

5.1. Costo de la deuda

El costo de la deuda corresponde a la tasa exigida por los acreedores de Ripley. Para estimar esta tasa se utilizará la TIR (yield-to-maturity) del bono más largo o con mayor vencimiento que tenga Ripley al 30 de junio de 2022. El siguiente cuadro muestra la composición de este bono:

Cuadro 13: Antecedentes del bono más largo de Ripley.

| Antecedentes del Bono más largo (Serie J) | Detalle |
|---|------------|
| Nemotécnico | CLBRPLCJ |
| Fecha de emisión | 30-11-2017 |
| Valor nominal UF | 2.000.000 |
| Tipo de colocación | Nacional |
| Fecha de vencimiento | 01-09-2038 |
| Tipo de bono | Francés |
| Tasa cupón anual | 3,40% |
| Periodicidad | Semestral |
| Número de pagos | 42 |
| Clasificación de riesgo (Según Humphreys) | A+ |
| Yield to Maturity al 30-06-2022 | 4,53% |
| Valor de mercado al 30-06-2022 | 92,23 |

Fuente: Memoria anual Ripley y antecedentes financieros CMF Chile.

Con fecha 30 de noviembre de 2017, la subsidiaria efectuó una colocación de bonos en el mercado local, con cargo a la línea inscrita en el registro número 728, serie J, por un monto de UF 2.000.000, con una tasa de interés contractual de 3,4%, pagos semestrales iguales a 180 días y con vencimiento al 01 de septiembre de 2038 (Ripley Corp S.A., 2021).

De acuerdo con el registro de valores de la CMF, los fondos provenientes de esta colocación se destinarían a: 1) pago o prepago de las deudas mantenidas por Ripley y/o sus subsidiarias. 2) financiamiento de proyectos de inversión de Ripley y/o sus subsidiarias y/o 3) otros fines corporativos generales (Ripley Corp S.A., 2017).

5.2. Beta de la deuda

Por medio del método CAPM, se tiene que:

$$K_b = r_f + \beta_b \cdot PRM$$

Donde:

K_b , costo de la deuda

r_f , tasa libre de riesgo

β_b , beta de la deuda

PRM , premio por riesgo de mercado

El costo de la deuda corresponde al 4,53% calculado anteriormente. Dado que al bono le restan 17 años para su vencimiento, se consideró como tasa libre de riesgo a un bono soberano del Banco Central en UF a 20 años, el cual corresponde a 2,15% anual al 29 de junio de 2022 (Banco Central de Chile, 2022).

Para el premio por riesgo del mercado se consideró 6,49% anual, calculado a través del método de Damodaran. El cual estima este premio por riesgo en base a CDS como medida de premio por riesgo país, por medio de la siguiente relación (Maquieira C. , 2018, pág. 43):

$$PRM_{Chile} = PRM_{USA} + CDS \cdot \frac{\sigma_{RmChile}}{\sigma_{CDS}} \quad 31$$

Usando los siguientes datos, donde para el PRM USA (Premio por riesgo de Estados Unidos) se usó 5,5% (Kroll, 2022).

| | |
|----------------------|--------------|
| PRM USA | 5,50% |
| CDS | 0,85% |
| Razón de volatilidad | 1,17 |
| PRM Chile | 6,49% |

Con estos datos se obtiene que el Beta de la deuda corresponde a 0,37.

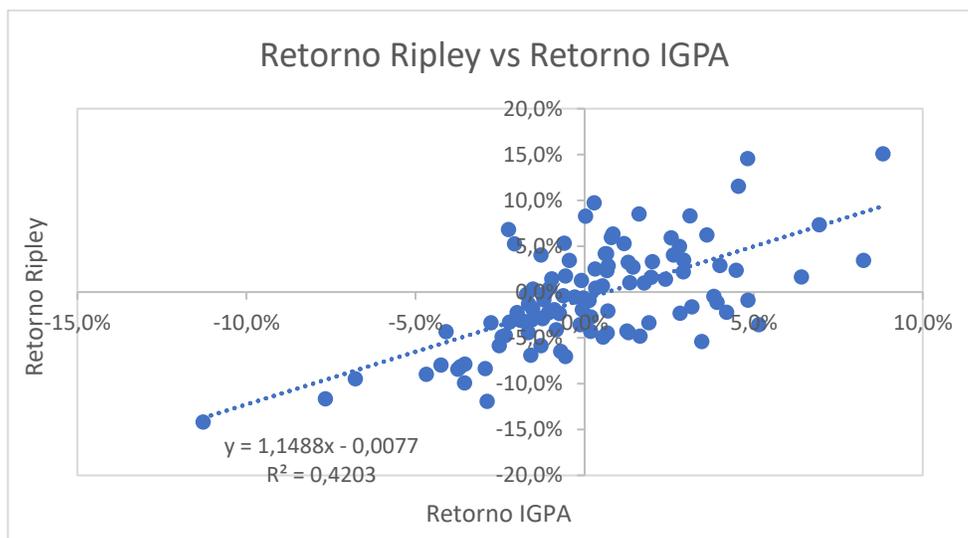
$$4,53\% = 2,15\% + \beta_b \cdot 6,49\%$$

$$\beta_b = 0,37$$

5.3. Estimación del beta patrimonial

Como estimación del beta patrimonial se consideró una base de datos con los retornos semanales (de cada día viernes o día hábil anterior) del precio de la acción de Ripley y del índice del IGPA, se obtuvieron 104 observaciones, el siguiente grafico muestra la relación entre los retornos del IGPA y los retornos de la acción de Ripley. En el Anexo 1 se muestran los resultados de esta regresión.

Gráfico 1: Retornos semanales de Ripley vs retornos del IGPA.



Fuente: Elaboración propia en base a base de datos Eikon.

El siguiente cuadro resume la información de la regresión realizada:

Cuadro 14: Resultado regresión beta Ripley.

| Datos | jun-22 |
|--------------------|--------|
| Beta de la acción | 1,1488 |
| P - value | 0,00 |
| Nº observaciones | 104 |
| R² | 0,42 |
| Presencia bursátil | 99,92% |

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

El beta obtenido (1,1488) corresponde a un beta apalancado en función de la estructura de endeudamiento histórica de Ripley, correspondiente al período de estimación. Sin embargo, se debe realizar una corrección a este indicador dado que con el tiempo existe la tendencia a que los Betas de todas las industrias converjan a 1, intuitivamente, esto ocurre puesto que, al crecer en tamaño, las empresas diversifican sus operaciones, adquieren más activos por lo que los valores de sus Betas fluctuarán menos (CFI Team, 2022).

Aplicando el ajuste de Bloomberg, el Beta de Ripley quedaría:

$$\beta_{p}^{\text{ajustado, apalancado}} = 0,33 + 0,67 \cdot \beta_{p}^{\frac{C}{D}}$$

$$\beta_{p}^{\text{ajustado, apalancado}} = 1,0997$$

5.4. Beta patrimonial sin deuda (desapalancado)

Como ya hemos obtenido el beta asociado al costo de la deuda y el beta patrimonial asociado a la estructura de financiamiento histórica, se puede usar la fórmula de Rubinstein para desapalancar el beta obtenido anteriormente para el costo patrimonial.

Dado que el Beta patrimonial fue calculado en base a una regresión entre el IGPA y los retornos del precio de la acción de Ripley entre los años 2020 y junio 2022, la estructura

de financiamiento a considerar para desapalancar este ratio, corresponderá al promedio de dichos años:

Cuadro 15: Estructura de financiamiento Ripley años 2020 y Junio 2022.

| Ratios | E.C. Histórica Promedio | |
|--------|-------------------------|--|
| | 2020 - Jun 22 | |
| B/V | 78,9% | |
| P/V | 21,1% | |
| B/P | 3,7 | |

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

Entonces, usando la fórmula de Rubinstein:

$$\beta_p^{apalancado} = \beta_p^{desapalancado} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

Donde,

$\beta_p^{apalancado}$, beta patrimonial con deuda o apalancado.

$\beta_p^{desapalancado}$, beta patrimonial sin deuda o desapalancado.

t_c , tasa de impuesto corporativa para Chile (27%).

$\frac{B}{P}$, proporción de deuda sobre patrimonio económico (estructura de capital histórica).

β_b , beta de la deuda.

El beta patrimonial sin deuda corresponderá a:

$$1,0997 = \beta_p^{desapalancado} \cdot \left[1 + (1 - 27\%) \cdot \frac{78,9\%}{21,1\%} \right] - 0,37 \cdot (1 - 27\%) \cdot \frac{78,9\%}{21,1\%}$$

$$\beta_p^{desapalancado} = 0,5635$$

Como es esperable el coeficiente de riesgo sistemático disminuye al excluir el nivel de endeudamiento. El beta obtenido corresponde al riesgo sistemático puro de las industrias donde opera Ripley.

5.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Dado que la estructura de capital objetivo (o de tendencia) es diferente a la estructura de capital histórica, el beta obtenido en el apartado anterior se debe re apalancar con la estructura objetivo.

Nuevamente con la fórmula de Rubinstein se tiene:

$$\beta_p^{apalancado} = \beta_p^{desapalancado} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B^*}{P^*} \right] - \beta_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B^*}{P^*}$$

Donde,

$\frac{B^*}{P^*}$, estructura de financiamiento objetivo.

El beta patrimonial con la estructura de financiamiento objetivo corresponde a:

$$\beta_p^{apalancado} = 0,5635 \cdot \left[1 + (1 - 27\%) \cdot \frac{51,4\%}{48,6\%} \right] - 0,37 \cdot (1 - 27\%) \cdot \frac{51,4\%}{48,6\%}$$

$$\beta_p^{apalancado} = 0,7159$$

Lo cual es consistente, dado que la estructura de financiamiento objetivo considera un endeudamiento menor que la estructura de financiamiento utilizada en la regresión, por lo que el nuevo beta apalancado debe ser menor.

5.6. Costo patrimonial

Dado que ya tenemos el beta asociado al costo patrimonial, mediante CAPM podemos calcular el costo patrimonial para Ripley.

$$k_p = r_f + \beta_p^{apalancado} \cdot PRM$$

Donde:

K_p , costo del patrimonio

r_f , tasa libre de riesgo

$\beta_p^{apalancado}$, beta patrimonial con deuda

PRM , premio por riesgo de mercado

Entonces,

$$k_p = 2,15\% + 0,7159 \cdot 6,49\%$$

$$k_p = 6,80\%$$

Esta tasa corresponde a la compensación que exigirán los inversionistas por invertir en Ripley y por ende considera un premio por riesgo asociado al nivel de endeudamiento objetivo de ésta.

5.7. Costo de capital

El costo de capital corresponde a un costo ponderado entre el costo de la deuda y el costo patrimonial en función de la estructura de financiamiento objetivo.

$$k_0 = k_p \cdot \frac{P^*}{V^*} + k_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B^*}{V^*}$$

Donde:

k_0 , costo de capital

$\frac{P^*}{V^*}$, estructura de capital objetivo

k_b , costo de la deuda

t_c , tasa de impuesto corporativa (27%)

Entonces,

$$k_0 = 6,80\% \cdot 48,6\% + 4,53\% \cdot (1 - 27\%) \cdot 51,4\%$$

$$k_0 = 5,00\%$$

El costo de capital promedio ponderado (WACC) calculado para Ripley es muy cercano al costo de su deuda, esto se debe a que la estructura de financiamiento objetivo considera una proporción mayor de financiamiento mediante deuda.

6. 6. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

6.1. Análisis de crecimiento de la empresa

A continuación, se presentan los ingresos por país y segmento para Ripley Corp. Así como también el peso de estos y el crecimiento que han tenido desde el 2015 a la fecha.

Cuadro 16: Ingresos por país y segmento Ripley Corp.

| Miles de UF | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | TTM |
|------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Chile | 39.868,6 | 39.816,9 | 41.157,7 | 41.270,9 | 39.361,9 | 34.322,6 | 48.759,7 | 48.676,6 |
| Retail | 29.017,6 | 28.973,5 | 29.958,7 | 29.666,3 | 27.797,8 | 25.733,1 | 41.608,3 | 40.562,1 |
| Banco | 10.618,2 | 10.590,0 | 10.939,6 | 11.335,5 | 11.412,6 | 8.576,4 | 7.138,7 | 8.101,4 |
| Inmobiliario | 232,7 | 253,4 | 259,5 | 269,1 | 151,5 | 13,1 | 12,6 | 13,0 |
| Perú | 20.427,0 | 21.000,6 | 21.274,6 | 20.623,8 | 21.813,2 | 17.349,3 | 17.954,8 | 19.448,4 |
| Retail | 15.629,0 | 15.383,1 | 15.162,9 | 14.858,4 | 15.466,3 | 11.983,7 | 14.688,2 | 15.564,6 |
| Banco | 4.798,0 | 5.343,9 | 5.497,1 | 5.123,0 | 5.678,4 | 4.764,8 | 2.598,1 | 3.074,2 |
| Inmobiliario | - | 273,6 | 614,6 | 642,4 | 668,4 | 600,9 | 668,5 | 809,6 |
| Ajustes consolidación | -155,6 | -152,5 | -150,5 | -149,2 | -156,7 | -118,8 | -174,3 | -184,2 |
| Retail | -155,6 | -152,5 | -150,5 | -149,2 | -156,7 | -118,8 | -174,3 | -184,2 |
| | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Ripley | 60.140,0 | 60.665,0 | 62.281,8 | 61.745,5 | 61.018,3 | 51.553,1 | 66.540,2 | 67.940,8 |
| Retail | 44.491,1 | 44.204,1 | 44.971,1 | 44.375,5 | 43.107,4 | 37.598,1 | 56.122,2 | 55.942,5 |
| Banco | 15.416,2 | 15.933,9 | 16.436,7 | 16.458,6 | 17.091,0 | 13.341,1 | 9.736,8 | 11.175,6 |
| Inmobiliario | 232,7 | 526,9 | 874,1 | 911,4 | 819,9 | 614,0 | 681,1 | 822,7 |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

Cuadro 17: Peso relativo de los ingresos por país y segmento de Ripley Corp.

| Porcentaje | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | TTM |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Chile | 66,3% | 65,6% | 66,1% | 66,8% | 64,5% | 66,6% | 73,3% | 71,6% |
| Retail | 48,3% | 47,8% | 48,1% | 48,0% | 45,6% | 49,9% | 62,5% | 59,7% |
| Banco | 17,7% | 17,5% | 17,6% | 18,4% | 18,7% | 16,6% | 10,7% | 11,9% |
| Inmobiliario | 0,4% | 0,4% | 0,4% | 0,4% | 0,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Perú | 34,0% | 34,6% | 34,2% | 33,4% | 35,7% | 33,7% | 27,0% | 28,6% |
| Retail | 26,0% | 25,4% | 24,3% | 24,1% | 25,3% | 23,2% | 22,1% | 22,9% |
| Banco | 8,0% | 8,8% | 8,8% | 8,3% | 9,3% | 9,2% | 3,9% | 4,5% |
| Inmobiliario | 0,0% | 0,5% | 1,0% | 1,0% | 1,1% | 1,2% | 1,0% | 1,2% |
| Ajustes consolidación | -0,3% | -0,3% | -0,2% | -0,2% | -0,3% | -0,2% | -0,3% | -0,3% |
| Retail | -0,3% | -0,3% | -0,2% | -0,2% | -0,3% | -0,2% | -0,3% | -0,3% |
| Total Ripley | 100,0% |
| Retail | 74,0% | 72,9% | 72,2% | 71,9% | 70,6% | 72,9% | 84,3% | 82,3% |
| Banco | 25,6% | 26,3% | 26,4% | 26,7% | 28,0% | 25,9% | 14,6% | 16,4% |
| Inmobiliario | 0,4% | 0,9% | 1,4% | 1,5% | 1,3% | 1,2% | 1,0% | 1,2% |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

Cuadro 18: Crecimiento de los ingresos por país y segmento de Ripley Corp.

| Porcentaje | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | TTM |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Chile | -2,4% | -0,1% | 3,4% | 0,3% | -4,6% | -12,8% | 42,1% | -0,2% |
| Retail | -3,8% | -0,2% | 3,4% | -1,0% | -6,3% | -7,4% | 61,7% | -2,5% |
| Banco | 1,3% | -0,3% | 3,3% | 3,6% | 0,7% | -24,9% | -16,8% | 13,5% |
| Inmobiliario | 7,5% | 8,9% | 2,4% | 3,7% | -43,7% | -91,3% | -3,6% | 3,1% |
| Perú | 1,1% | 2,8% | 1,3% | -3,1% | 5,8% | -20,5% | 3,5% | 8,3% |
| Retail | -2,5% | -1,6% | -1,4% | -2,0% | 4,1% | -22,5% | 22,6% | 6,0% |
| Banco | 14,7% | 11,4% | 2,9% | -6,8% | 10,8% | -16,1% | -45,5% | 18,3% |
| Inmobiliario | -- | -- | 124,7% | 4,5% | 4,1% | -10,1% | 11,3% | 21,1% |
| Ajustes consolidación | -3,1% | -2,0% | -1,3% | -0,8% | 5,0% | -24,2% | 46,7% | 5,7% |
| Retail | -3,1% | -2,0% | -1,3% | -0,8% | 5,0% | -24,2% | 46,7% | 5,7% |
| Total Ripley | -1,3% | 0,9% | 2,7% | -0,9% | -1,2% | -15,5% | 29,1% | 2,1% |
| Retail | -3,4% | -0,6% | 1,7% | -1,3% | -2,9% | -12,8% | 49,3% | -0,3% |
| Banco | 5,1% | 3,4% | 3,2% | 0,1% | 3,8% | -21,9% | -27,0% | 14,8% |
| Inmobiliario | 7,5% | 126,4% | 65,9% | 4,3% | -10,0% | -25,1% | 10,9% | 20,8% |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

Se observa que el principal negocio de Ripley consiste en el Retail cuyo peso ha aumentado desde el 2015 con un 74,0% al 84,3% en el 2021, lo que implica que el peso los ingresos del sector bancario dentro del total han disminuido significativamente

pasando desde un 25,6% a un 14,6% en los mismos años. Por el lado de los países donde opera Ripley, Chile se ha mantenido como la principal fuente de ingresos aumentando en 7 puntos porcentuales su importancia desde el 2015 al 2021.

Desde el punto de vista del crecimiento se observa el fuerte impacto producto de la pandemia, en los ingresos de Ripley en el año 2020, ocasionando una caída de -15,5%. En el año 2021 se observa una recuperación producto de una menor base de comparación y a la reducción de las medidas de confinamiento producto de la pandemia.

Antes de la pandemia, los crecimientos del sector Retail de Ripley muestran un comportamiento discreto en años normales, con pequeñas variaciones del orden del -0,6% el 2016 a -1,3% en el 2018. Para los últimos 12 meses a junio del 2022 se observa que este rubro ha presentado un decrecimiento de -0,3% similar a los crecimientos antes de pandemia y considerando las condiciones económicas actuales tanto de Chile como de Perú.

Dentro del negocio bancario, al igual que en el negocio del Retail antes de la pandemia se presentaron crecimientos discretos y en los últimos 12 meses se observa una fuerte recuperación con crecimientos cercanos al 14,8%.

6.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Ripley Corp presenta los siguientes conceptos dentro de sus costos de ventas y gastos:

- 1) **Costos Retail:** corresponde a los costos asociados con las compras, traslados y otros costos necesarios para ubicar la mercadería tanto en tiendas como en sus bodegas.
- 2) **Costo Bancos:** relacionados con los gastos por los intereses y reajustes, así como el riesgo neto de las operaciones bancarias.
- 3) **Costos de distribución:** corresponde a los costos del negocio de Retail asociados al traslado de productos desde las bodegas o tiendas a los clientes finales.

- 4) **Gastos de administración:** corresponden a los gastos de personal, servicios de terceros, suministros, comisiones, arriendos de bienes raíces y otros gastos varios.

A continuación, se presentan los costos de ventas por rubro y los gastos asociados desde los años 2016 a junio del 2020.

Cuadro 19: Monto de Costos y Gastos Operacionales y Porcentaje sobre los Ingresos por rubro.

| (En miles de UF y %) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | TTM |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Costos Retail | (32.982,6) | (32.634,6) | (32.006,3) | (29.260,8) | (41.255,7) | (40.517,1) |
| % Costos Retail | 73,3% | 73,5% | 74,2% | 77,8% | 73,5% | 72,4% |
| Costos Banco | (6.313,7) | (6.047,7) | (7.513,3) | (6.544,5) | (3.000,8) | (4.815,6) |
| % Costos Banco | 38,4% | 36,7% | 44,0% | 49,1% | 30,8% | 43,1% |
| Costos de venta | (39.296,3) | (38.682,3) | (39.519,6) | (35.805,3) | (44.256,5) | (45.332,7) |
| % Costos Totales | 63,1% | 62,6% | 64,8% | 69,5% | 66,5% | 66,7% |
| Costos Distribución | (294,6) | (266,4) | (203,2) | (147,3) | (193,9) | (206,1) |
| % Costos Distribución (Retail) | 0,7% | 0,6% | 0,5% | 0,4% | 0,3% | 0,4% |
| Gastos administración | (18.418,6) | (18.518,3) | (17.695,1) | (14.984,4) | (15.661,1) | (16.102,4) |
| % Gastos administración | 29,6% | 30,0% | 29,0% | 29,1% | 23,5% | 23,7% |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

Se observa que los costos de Retail como porcentaje son relativamente estable, en torno a 73,5%, a excepción del año 2020 que producto de la pandemia escalaron a 77,8%. Por el lado del costo de distribución se observa que es relativamente estable del orden del 0,6% de la venta de Retail.

Los siguientes cuadros presentan las rentabilidades operacionales por segmento de negocio de Ripley.

Cuadro 20: Resultado operacional (EBIT) segmento Retail

| (En miles de UF y %) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | TTM |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ingresos Retail | 44.204,1 | 44.971,1 | 44.375,5 | 43.107,4 | 37.598,1 | 56.122,2 | 55.942,5 |
| % Crecimiento | -0,6% | 1,7% | -1,3% | -2,9% | -12,8% | 49,3% | -0,3% |
| Costos Retail | (32.010,5) | (32.982,6) | (32.634,6) | (32.006,3) | (29.260,8) | (41.255,7) | (40.517,1) |
| % Costos Retail | 72,4% | 73,3% | 73,5% | 74,2% | 77,8% | 73,5% | 72,4% |
| Margen Bruto Retail | 12.193,6 | 11.988,5 | 11.740,9 | 11.101,1 | 8.337,2 | 14.866,5 | 15.425,4 |
| % Margen Bruto | 27,6% | 26,7% | 26,5% | 25,8% | 22,2% | 26,5% | 27,6% |
| Costos Distribución Retail | (268,3) | (294,6) | (266,4) | (203,2) | (147,3) | (193,9) | (206,1) |
| % Costos Distribución (Retail) | 0,6% | 0,7% | 0,6% | 0,5% | 0,4% | 0,3% | 0,4% |
| Gastos administración Retail | (11.429,7) | (11.557,9) | (11.537,1) | (10.729,6) | (9.086,1) | (10.176,5) | (10.652,2) |
| % Gastos administración | 25,9% | 25,7% | 26,0% | 24,9% | 24,2% | 18,1% | 19,0% |
| % Crecimiento | 9,1% | 1,1% | -0,2% | -7,0% | -15,3% | 12,0% | 4,7% |
| Depreciación y Amortización Retail | (1.064,5) | (995,8) | (967,1) | (1.696,3) | (1.696,5) | (1.610,0) | (1.605,8) |
| % Depreciación y Amortización | 2,4% | 2,2% | 2,2% | 3,9% | 4,5% | 2,9% | 2,9% |
| Totales gastos de administración (Inc Dep y Amor) | (12.762,5) | (12.848,2) | (12.770,6) | (12.629,2) | (10.929,9) | (11.980,3) | (12.464,0) |
| % Totales gastos de administración | 28,9% | 28,6% | 28,8% | 29,3% | 29,1% | 21,3% | 22,3% |
| Resultado Operacional (EBIT Retail) | (568,8) | (859,6) | (1.029,7) | (1.528,1) | (2.592,7) | 2.886,2 | 2.961,4 |
| % EBIT Retail | -1,3% | -1,9% | -2,3% | -3,5% | -6,9% | 5,1% | 5,3% |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

Se observa que este segmento de negocio ha presentado una muy baja rentabilidad operacional, asociada a caídas en ingresos por ventas entre los años 2016 y 2020. Esto se debe a un alto nivel de competencia en este segmento, el cual ha desafiado a Ripley a buscar operaciones más eficientes, esto se observa en la disminución en el porcentaje

de gastos de administración, pasando desde un 25,9% en el 2016 a un 19% en los últimos 12 meses.

Cuadro 21: Resultado operacional (EBIT) segmento Bancario.

| (En miles de UF y %) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | TTM |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Ingresos Bancario | 15.933,9 | 16.436,7 | 16.458,6 | 17.091,0 | 13.341,1 | 9.736,8 | 11.175,6 |
| % Crecimiento | 3,4% | 3,2% | 0,1% | 3,8% | -21,9% | -27,0% | 14,8% |
| Costos Bancarios | (5.997,7) | (6.313,7) | (6.047,7) | (7.513,3) | (6.544,5) | (3.000,8) | (4.815,6) |
| % Costos Bancarios | 37,6% | 38,4% | 36,7% | 44,0% | 49,1% | 30,8% | 43,1% |
| Margen Bruto Banco | 9.936,2 | 10.122,9 | 10.410,8 | 9.577,8 | 6.796,6 | 6.736,0 | 6.360,0 |
| % Margen Bruto | 62,4% | 61,6% | 63,3% | 56,0% | 50,9% | 69,2% | 56,9% |
| Gastos administración Banco | (6.981,9) | (7.173,1) | (7.407,5) | (7.130,4) | (5.279,4) | (5.128,8) | (5.307,9) |
| % Gastos administración | 43,8% | 43,6% | 45,0% | 41,7% | 39,6% | 52,7% | 47,5% |
| % Crecimiento | -4,3% | 2,7% | 3,3% | -3,7% | -26,0% | -2,9% | 3,5% |
| Depreciación y Amortización Banco | (326,7) | (375,7) | (440,8) | (565,9) | (520,2) | (459,6) | (453,8) |
| % Depreciación y Amortización | 2,1% | 2,3% | 2,7% | 3,3% | 3,9% | 4,7% | 4,1% |
| Totales gastos de administración (Inc Dep y Amor) | (7.308,6) | (7.548,9) | (7.848,3) | (7.696,3) | (5.799,6) | (5.588,4) | (5.761,6) |
| % Totales gastos de administración | 45,9% | 45,9% | 47,7% | 45,0% | 43,5% | 57,4% | 51,6% |
| Resultado Operacional (EBIT Banco) | 2.627,6 | 2.574,1 | 2.562,5 | 1.881,5 | 997,0 | 1.147,7 | 598,4 |
| % EBIT Banco | 16,5% | 15,7% | 15,6% | 11,0% | 7,5% | 11,8% | 5,4% |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

Se observa que este segmento, ha presentado en los últimos 3 años una rentabilidad más baja que la que tenía entre los años 2016 y 2018. Esto se debió a la caída en los ingresos de este segmento producto de la crisis del Covid-19, junto con niveles de costos más altos, asociados a un costo de riesgo neto que se vio fuertemente deteriorado. Adicionalmente, se observa que en los últimos años Ripley, para este segmento, posee una estructura de gastos de administración mucho más grande, que la que tenía entre

los años 2016 y 2018 (un peso sobre la venta de 45% al 2018 y los últimos 12 meses este gasto implica un 47,5%).

Cuadro 22: Resultado operacional (EBIT) segmento Inmobiliario.

| (En miles de UF y %) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | TTM |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ingresos Inmobiliario | 526,9 | 874,1 | 911,4 | 819,9 | 614,0 | 681,1 | 822,7 |
| % Crecimiento | 126,4% | 65,9% | 4,3% | -10,0% | -25,1% | 10,9% | 20,8% |
| Margen Bruto Inmobiliario | 526,9 | 874,1 | 911,4 | 819,9 | 614,0 | 681,1 | 822,7 |
| % Margen Bruto | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Gastos administración Inmobiliario | (145,5) | (241,6) | (212,2) | (230,6) | (164,2) | (158,9) | (179,0) |
| % Gastos administración | -27,6% | -27,6% | -23,3% | -28,1% | -26,7% | -23,3% | -21,8% |
| % Crecimiento | 250,2% | 66,0% | -12,2% | 8,7% | -28,8% | -3,2% | 12,6% |
| Depreciación y Amortización Inmobiliario | (2,7) | (5,6) | (5,3) | (5,7) | (6,1) | (3,8) | (4,1) |
| % Depreciación y Amortización | 0,5% | 0,6% | 0,6% | 0,7% | 1,0% | 0,6% | 0,5% |
| Totales gastos de administración (Inc Dep y Amor) | (148,2) | (247,2) | (217,6) | (236,3) | (170,4) | (162,7) | (183,1) |
| % Totales gastos de administración | 28,1% | 28,3% | 23,9% | 28,8% | 27,7% | 23,9% | 22,3% |
| Resultado Operacional (EBIT Inmobiliario) | 378,7 | 626,9 | 693,9 | 583,6 | 443,6 | 518,4 | 639,5 |
| % EBIT Inmobiliario | 71,9% | 71,7% | 76,1% | 71,2% | 72,3% | 76,1% | 77,7% |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

Para el segmento inmobiliario se observa que la rentabilidad operacional ha presentado un fuerte aumento en los últimos años, esto se debe a la búsqueda de eficiencia operacional post pandemia, donde la rentabilidad se obtiene dado una disminución sostenida de los gastos de administración y ventas.

Cuadro 23: Detalle de los gastos de administración Ripley Corp.

| Crecimiento (%) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | TTM |
|---|-------|-------|--------|--------|---------------|-------|-------|
| Gastos del personal | -0,6% | -1,8% | 2,5% | 5,6% | -11,6% | -2,7% | 2,8% |
| Gastos servicios de terceros | 8,7% | 2,3% | 13,1% | 1,3% | -16,7% | 8,3% | 1,3% |
| Gastos por suministros | -0,3% | -2,2% | -12,4% | -21,8% | -6,9% | -6,0% | 3,2% |
| Gastos por comisiones | -0,6% | 1,3% | 0,0% | 8,1% | -5,8% | 48,7% | 3,8% |
| Gastos de arriendos y bienes raíces | -2,0% | -0,9% | 0,9% | -52,0% | -38,9% | 45,3% | 14,9% |
| Gastos varios | -0,8% | 4,6% | -31,3% | 1,1% | -19,8% | 13,4% | -4,0% |
| Total crecimiento gastos de administración | 0,9% | -0,1% | 0,5% | -4,4% | -15,3% | 4,5% | 2,8% |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

6.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

Dentro del resultado no operacional de Ripley Corp se menciona la inversión en asociadas. Dado que dichas inversiones están relacionadas con el giro de Ripley Corp, estas serán consideradas como operacionales, y por ende serán excluidas del siguiente análisis. La siguiente tabla muestra los porcentajes de participación en asociadas y los saldos a junio 2022.

Cuadro 24: Participación en asociadas.

| Sociedad | Número de acciones | Porcentaje participación | Total al 30 de Junio 2022 (miles CLP) | Total al 30 de Junio 2022 (miles de UF) |
|------------------------------------|--------------------|--------------------------|---------------------------------------|---|
| Inmobiliaria Mall Viña Del Mar S.A | 1299 | 50,00% | 115.020.665 | 3.476,3 |
| Nuevos Desarrollos S.A | 39.668.340 | 22,50% | 160.196.628 | 4.841,7 |
| | | Total | 275.217.293 | 8.318,0 |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

Cuadro 25: Apertura resultado no operacional.

| Resultado No operacional (Miles de UF) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 TTM |
|---|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|---------------------|
| Otras ganancias (pérdidas) | 720,8 | 326,6 | 178,5 | 3.433,3 | 976,6 | 292,7 | (303,5) |
| Ingresos financieros | 107,5 | 135,7 | 98,7 | 87,8 | 49,4 | 79,4 | 114,0 |
| Costos financieros | (774,8) | (833,7) | (772,0) | (1.306,9) | (1.435,5) | (1.381,5) | (1.266,6) |
| Diferencias de cambio | 52,3 | (32,7) | (37,0) | 209,6 | (260,5) | (244,2) | (5,9) |
| Resultado por unidades de reajuste | 34,1 | (41,6) | 19,4 | 20,9 | 36,0 | (157,9) | (264,0) |
| Total Resultado no operacional | 140,0 | (445,7) | (512,4) | 2.444,7 | (634,0) | (1.411,4) | (1.726,0) |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

Dentro de los gastos no operacionales se observa que el peso de éstos relativo a la venta no es muy significativo, sin embargo, para el caso de otras ganancias (perdidas) se observa un 5,63% que tiene relación con la venta del 100% de la participación de Ripley que ésta tenía en la subsidiaria Mall del Centro de Concepción S.A.

Cuadro 26: Resultado no operacional como porcentaje sobre la venta.

| Resultado No operacional (% sobre los ingresos) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 TTM |
|--|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------------|
| Otras ganancias (pérdidas) | 1,19% | 0,52% | 0,29% | 5,63% | 1,89% | 0,44% | -0,45% |
| Ingresos financieros | 0,18% | 0,22% | 0,16% | 0,14% | 0,10% | 0,12% | 0,17% |
| Costos financieros | -1,28% | -1,34% | -1,25% | -2,14% | -2,78% | -2,08% | -1,86% |
| Diferencias de cambio | 0,09% | -0,05% | -0,06% | 0,34% | -0,51% | -0,37% | -0,01% |
| Resultado por unidades de reajuste | 0,06% | -0,07% | 0,03% | 0,03% | 0,07% | -0,24% | -0,39% |
| Total Resultado no operacional | 0,23% | -0,72% | -0,83% | 4,01% | -1,23% | -2,12% | -2,12% |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

En el cuadro anterior se observa que dos cuentas concentran la mayor proporción de resultados no operacionales para Ripley, 1) costos financieros, los cuales presentan una recurrencia de alrededor de un 2% anual y 2) otras ganancias (pérdidas). Ambas cuentas se analizarán en detalle para analizar una tendencia recurrente

Cuadro 27: Apertura costos financieros.

| Costos financieros (Miles de UF) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 TTM |
|--|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Intereses y gastos de obligaciones financieras | 430,4 | 348,5 | 216,8 | 217,7 | 244,2 | 282,0 | 183,4 |
| Intereses y gastos de obligaciones con el público | 148,8 | 228,4 | 271,7 | 253,7 | 150,3 | 171,1 | 194,9 |
| Intereses de obligaciones por leasing | 71,8 | 131,8 | 63,9 | 40,0 | 237,1 | 167,1 | 161,3 |
| Intereses devengados por Swap | 89,2 | 100,7 | 211,4 | 195,2 | 187,2 | 139,3 | 117,9 |
| Intereses de obligaciones por derechos de uso | - | - | - | 645,8 | 665,6 | 611,8 | 600,4 |
| Gasto financiero provisión desmantelamiento | - | - | - | 6,1 | 4,9 | 7,3 | 7,8 |
| Gastos financieros comercio exterior | ,2 | 1,0 | 2,3 | 2,3 | 1,2 | ,6 | ,9 |
| Impuesto a las transacciones financieras | 9,8 | 4,4 | 3,7 | 15,5 | 2,6 | 3,4 | 7,2 |
| Gastos y comisiones bancarias | 24,6 | 18,9 | 9,2 | 59,5 | 104,8 | 25,6 | 33,6 |
| Costos financieros activados en propiedades de inversión | - | - | (7,1) | (128,8) | (162,3) | (26,7) | (40,7) |
| Total costos financieros | 774,8 | 833,7 | 772,0 | 1.306,9 | 1.435,5 | 1.381,5 | 1.266,6 |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

En la tabla anterior se observa que en el año 2019 existe un fuerte incremento producto de cambios asociados a la NIIF 16, donde se reconocen los intereses por los bienes arrendados. Adicionalmente, los costos financieros están relacionados con intereses tanto de obligaciones con el público, obligaciones financieras y obligaciones por leasing.

En el Anexo 2, se encuentra la apertura de las cuentas de otros ingresos y otras ganancias.

6.4. Análisis de márgenes de la empresa

A continuación, se muestran los márgenes tanto en miles de UF como en porcentajes sobre los ingresos para cada segmento en los cuales opera Ripley.

Se observa que el segmento retail antes de la pandemia presentaba una caída a nivel de margen Ebitda, la cual se debe a una caída en los ingresos de este segmento entre los años 2016 y 2018. Durante el año 2020 se observó una caída de -2,4% en el Ebitda producto de menores ingresos asociados a las restricciones debido a la pandemia. Los últimos 12 meses se observa una fuerte recuperación del Ebitda subiendo hasta 8,2%.

Para el segmento banco se observa que antes de la pandemia el margen Ebitda estaba en orden del 30%, durante la pandemia el margen del Ebitda cayó hasta el 22,3% en el año 2020, los últimos 12 meses se observa que el Ebitda de este segmento alcanza el 20,8%, asociado a mayores costos por riesgo neto y mora mayor a 90 días consistente con una menor liquidez en el mercado.

En el caso del segmento inmobiliario, el cual está relacionado principalmente con la participación que Ripley posee en las empresas asociadas a Mall Viña del Mar S.A. y Nuevos Desarrollos S.A., así como también a los resultados de Mall Aventura S.A. en Perú. Antes de la pandemia el margen Ebitda de este segmento estaba en el orden del 73,6%, manteniéndose durante el año 2020 en 73,3%. En los últimos 12 meses se observa que el Ebitda de este segmento aumentó hasta el 78,2%, en línea con la eliminación de los descuentos entregados a los locatarios de los centros comerciales durante la pandemia.

Cuadro 28: Márgenes de Ripley por segmentos de negocios.

| Segmentos | Miles de UF | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 TTM |
|---------------|----------------------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| Retail | Ingresos | 44.204,1 | 44.971,1 | 44.375,5 | 43.107,4 | 37.598,1 | 56.122,2 | 55.942,5 |
| | Costo Ventas | (32.010,5) | (32.982,6) | (32.634,6) | (32.006,3) | (29.260,8) | (41.255,7) | (40.517,1) |
| | Margen Bruto | 12.193,6 | 11.988,5 | 11.740,9 | 11.101,1 | 8.337,2 | 14.866,5 | 15.425,4 |
| | Gastos Administración | (12.762,5) | (12.848,2) | (12.770,6) | (12.629,2) | (10.929,9) | (11.980,3) | (12.464,0) |
| | EBIT | (568,8) | (859,6) | (1.029,7) | (1.528,1) | (2.592,7) | 2.886,2 | 2.961,4 |
| | Depreciación | 1.064,5 | 995,8 | 967,1 | 1.696,3 | 1.696,5 | 1.610,0 | 1.605,8 |
| | EBITDA | 495,7 | 136,1 | (62,6) | 168,2 | (896,2) | 4.496,1 | 4.567,2 |
| Banco | Ingresos | 15.933,9 | 16.436,7 | 16.458,6 | 17.091,0 | 13.341,1 | 9.736,8 | 11.175,6 |
| | Costo Ventas | (5.997,7) | (6.313,7) | (6.047,7) | (7.513,3) | (6.544,5) | (3.000,8) | (4.815,6) |
| | Margen Bruto | 9.936,2 | 10.122,9 | 10.410,8 | 9.577,8 | 6.796,6 | 6.736,0 | 6.360,0 |
| | Gastos Administración | (7.308,6) | (7.548,9) | (7.848,3) | (7.696,3) | (5.799,6) | (5.588,4) | (5.761,6) |
| | EBIT | 2.627,6 | 2.574,1 | 2.562,5 | 1.881,5 | 997,0 | 1.147,7 | 598,4 |
| | Depreciación | 326,7 | 375,7 | 440,8 | 565,9 | 520,2 | 459,6 | 453,8 |
| | Gastos por intereses y reajustes | (1.819,3) | (1.748,5) | (1.665,9) | (1.756,0) | (1.451,6) | (822,4) | (1.277,4) |
| EBITDA | 4.773,6 | 4.698,3 | 4.669,3 | 4.203,4 | 2.968,8 | 2.429,6 | 2.329,5 | |
| Inmobiliario | Ingresos | 526,9 | 874,1 | 911,4 | 819,9 | 614,0 | 681,1 | 822,7 |
| | Margen Bruto | 526,9 | 874,1 | 911,4 | 819,9 | 614,0 | 681,1 | 822,7 |
| | Gastos Administración | (148,2) | (247,2) | (217,6) | (236,3) | (170,4) | (162,7) | (183,1) |
| | EBIT | 378,7 | 626,9 | 693,9 | 583,6 | 443,6 | 518,4 | 639,5 |
| | Depreciación | 2,7 | 5,6 | 5,3 | 5,7 | 6,1 | 3,8 | 4,1 |
| | EBITDA | 381,4 | 632,5 | 699,2 | 589,3 | 449,7 | 522,2 | 643,7 |
| Ajuste | Gastos Administración | 14,3 | 458,9 | 537,4 | 313,5 | (547,5) | (230,6) | 46,6 |
| | EBIT | 14,3 | 458,9 | 537,4 | 313,5 | (547,5) | (230,6) | 46,6 |
| | Depreciación | 96,7 | 95,1 | 101,1 | 82,0 | 92,9 | 33,7 | (9,9) |
| | EBITDA | 111,0 | 554,0 | 638,5 | 395,5 | (454,6) | (196,9) | 36,7 |
| Total | Ingresos | 60.665,0 | 62.281,8 | 61.745,5 | 61.018,3 | 51.553,1 | 66.540,2 | 67.940,8 |
| | Costo Ventas | (38.008,2) | (39.296,3) | (38.682,3) | (39.519,6) | (35.805,3) | (44.256,5) | (45.332,7) |
| | Margen Bruto | 22.656,8 | 22.985,6 | 23.063,2 | 21.498,7 | 15.747,8 | 22.283,7 | 22.608,1 |
| | Gastos Administración | (20.205,0) | (20.185,3) | (20.299,1) | (20.248,2) | (17.447,4) | (17.962,1) | (18.362,2) |
| | EBIT | 2.451,8 | 2.800,2 | 2.764,1 | 1.250,5 | (1.699,6) | 4.321,6 | 4.246,0 |
| | Depreciación | 1.490,6 | 1.472,2 | 1.514,3 | 2.349,9 | 2.315,7 | 2.107,0 | 2.053,7 |
| | Gastos por intereses y reajustes | (1.819,3) | (1.748,5) | (1.665,9) | (1.756,0) | (1.451,6) | (822,4) | (1.277,4) |
| EBITDA | 5.761,7 | 6.021,0 | 5.944,4 | 5.356,5 | 2.067,7 | 7.251,1 | 7.577,1 | |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

Cuadro 29: Rentabilidad porcentual de Ripley por segmentos de negocios.

| Segmentos | % sobre los ingresos | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 TTM |
|---------------|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Retail | Ingresos | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| | Costo Ventas | -72,4% | -73,3% | -73,5% | -74,2% | -77,8% | -73,5% | -72,4% |
| | Margen Bruto | 27,6% | 26,7% | 26,5% | 25,8% | 22,2% | 26,5% | 27,6% |
| | Gastos Administración | -28,9% | -28,6% | -28,8% | -29,3% | -29,1% | -21,3% | -22,3% |
| | EBIT | -1,3% | -1,9% | -2,3% | -3,5% | -6,9% | 5,1% | 5,3% |
| | Depreciación | 2,4% | 2,2% | 2,2% | 3,9% | 4,5% | 2,9% | 2,9% |
| | EBITDA | 1,1% | 0,3% | -0,1% | 0,4% | -2,4% | 8,0% | 8,2% |
| Banco | Ingresos | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| | Costo Ventas | -37,6% | -38,4% | -36,7% | -44,0% | -49,1% | -30,8% | -43,1% |
| | Margen Bruto | 62,4% | 61,6% | 63,3% | 56,0% | 50,9% | 69,2% | 56,9% |
| | Gastos Administración | -45,9% | -45,9% | -47,7% | -45,0% | -43,5% | -57,4% | -51,6% |
| | EBIT | 16,5% | 15,7% | 15,6% | 11,0% | 7,5% | 11,8% | 5,4% |
| | Depreciación | 2,1% | 2,3% | 2,7% | 3,3% | 3,9% | 4,7% | 4,1% |
| | Gastos por intereses y reajustes | -11,4% | -10,6% | -10,1% | -10,3% | -10,9% | -8,4% | -11,4% |
| EBITDA | 30,0% | 28,6% | 28,4% | 24,6% | 22,3% | 25,0% | 20,8% | |
| Inmobiliario | Ingresos | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| | Margen Bruto | 100,0% |
| | Gastos Administración | -28,1% | -28,3% | -23,9% | -28,8% | -27,7% | -23,9% | -22,3% |
| | EBIT | 71,9% | 71,7% | 76,1% | 71,2% | 72,3% | 76,1% | 77,7% |
| | Depreciación | 0,5% | 0,6% | 0,6% | 0,7% | 1,0% | 0,6% | 0,5% |
| | EBITDA | 72,4% | 72,4% | 76,7% | 71,9% | 73,3% | 76,7% | 78,2% |
| Total | Ingresos | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| | Costo Ventas | -62,7% | -63,1% | -62,6% | -64,8% | -69,5% | -66,5% | -66,7% |
| | Margen Bruto | 37,3% | 36,9% | 37,4% | 35,2% | 30,5% | 33,5% | 33,3% |
| | Gastos Administración | -33,3% | -32,4% | -32,9% | -33,2% | -33,8% | -27,0% | -27,0% |
| | EBIT | 4,0% | 4,5% | 4,5% | 2,0% | -3,3% | 6,5% | 6,2% |
| | Depreciación | 2,5% | 2,4% | 2,5% | 3,9% | 4,5% | 3,2% | 3,0% |
| | Gastos por intereses y reajustes | -3,0% | -2,8% | -2,7% | -2,9% | -2,8% | -1,2% | -1,9% |
| EBITDA | 9,5% | 9,7% | 9,6% | 8,8% | 4,0% | 10,9% | 11,2% | |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

6.5. Análisis de los activos de la empresa

6.5.1. Activos operacionales y no operacionales

A continuación, se muestran los activos de Ripley al 30 junio del 2022 entre operacional y no operacional.

Cuadro 30: Clasificación de Activos Corrientes de Ripley.

| Activos corrientes (En miles de UF) | 30-06-2022 | Operacional | No operacional | Comentario |
|---|-----------------|-------------|----------------|---|
| Efectivo y equivalentes al efectivo | 9.876,1 | | X | Estamos considerando que esta caja es excedente y no requerida para operar. |
| Otros activos financieros | 4.566,8 | | X | Corresponde a inversiones en derivados financieros, depósitos a plazo, inversiones en bonos bancarios con vencimientos mayores a 1 año. |
| Otros activos no financieros | 666,1 | X | | Corresponde a gastos activados de la operación, como anticipos de gastos, bonos anticipados al personal, publicidad por realizar entre otros. |
| Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar | 22.314,2 | X | | Propio de la actividad de Ripley, en esta cuenta se registran los montos asociados al saldo que los clientes le adeudan a Ripley. |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas | 1,5 | | X | Esta cuenta registra el saldo adeudado entre Ripley y sus sociedades relacionadas. |
| Inventarios | 12.674,6 | X | | Corresponde a los productos mantenidos en stock para la venta futura. |
| Activos por impuestos | 727,9 | X | | Corresponde principalmente a pagos provisionales mensuales. |
| Total activos corrientes | 50.827,1 | | | |

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Ripley.

Cuadro 31: Clasificación de Activos No Corrientes de Ripley.

| Activos no corrientes (En miles de UF) | 30-06-2022 | Operacional | No operacional | Comentario |
|---|------------|-------------|----------------|--|
| Otros activos financieros | 3.208,0 | | X | Corresponde a inversiones en derivados financieros, depósitos a plazo, inversiones en bonos bancarios con vencimientos mayores a 1 año. |
| Otros activos no financieros | 312,2 | X | | Corresponde a gastos activados de la operación, como anticipos de gastos, bonos anticipados al personal, publicidad por realizar entre otros. |
| Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar | 14.095,1 | X | | Cuentas por cobrar generadas por deudores de tarjetas de créditos, colocaciones de consumo y vivienda. |
| Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación | 8.318,2 | | X | Corresponde a las inversiones de Ripley en Mall Viña del Mar S.A. y Nuevos Desarrollos S.A. |
| Activos intangibles distintos de la plusvalía | 2.583,3 | X | | Corresponde a Activos asociados a licencias de Software, marcas y franquicias entre otras. |
| Plusvalía | 819,7 | | X | Exceso de valor por la escisión de Aventura Plaza, que tiene relación con el segmento inmobiliario de Ripley. |
| Propiedades, planta y equipo | 6.354,2 | X | | Corresponde a Activos necesarios para sostener la operación de Ripley en todos sus segmentos, se incluyen terrenos, maquinarias, edificios, equipos informáticos, entre otros. |
| Derechos de uso | 10.294,1 | X | | Corresponde a los derechos por las propiedades arrendadas, que son soporte para los segmentos bancarios y de Retail. |

| | | | |
|------------------------------------|------------------|---|---|
| Propiedades de inversión | 14.212,3 | X | Corresponde a propiedades de inversión registrados a su valor razonable compuestas por terrenos, centros comerciales y construcciones mantenidas con el objeto de generar ingresos para el segmento inmobiliario. |
| Activos por impuestos diferidos | 5.527,8 | X | Corresponde a impuestos diferidos relacionados con pérdidas fiscales y provisiones. |
| Total activos no corrientes | 65.725,1 | | |
| TOTAL ACTIVOS | 116.552,2 | | |

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Ripley.

6.5.2. Capital de trabajo operativo neto

El Capital de Trabajo Operativo neto (CTON) se define como la diferencia entre los saldos de balances de las cuentas de activos operativos y las cuentas de pasivos operativos corrientes o de corto plazo.

A continuación, se presentan las cuentas de activos operacionales corrientes y pasivos operacionales corrientes desde el 2016 hasta junio de 2022.

Cuadro 32: Capital de trabajo operativo neto histórico de Ripley.

| Activos Operacionales corrientes: | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | TTM |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Otros activos no financieros | 341,9 | 394,2 | 407,1 | 326,8 | 367,0 | 724,3 | 666,1 |
| Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar | 26.774,2 | 28.190,3 | 28.609,7 | 29.390,1 | 20.918,4 | 21.455,5 | 22.314,2 |
| Inventarios | 9.520,5 | 9.596,8 | 10.532,2 | 9.850,3 | 9.089,1 | 11.301,3 | 12.674,6 |
| Total Activos Operacionales corrientes | 36.636,6 | 38.181,3 | 39.549,1 | 39.567,2 | 30.374,5 | 33.481,1 | 35.654,9 |
| Pasivos Operacionales corrientes: | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | jun-22 |
| Pasivos por arrendamientos | - | - | - | 1.032,5 | 1.107,6 | 1.266,5 | 1.224,6 |
| Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar | 12.928,4 | 12.359,1 | 12.876,6 | 12.359,5 | 13.559,6 | 16.158,8 | 13.181,1 |
| Total Pasivos Operacionales corrientes | 12.928,4 | 12.359,1 | 12.876,6 | 13.392,0 | 14.667,2 | 17.425,3 | 14.405,7 |
| CTON | 23.708,2 | 25.822,2 | 26.672,5 | 26.175,2 | 15.707,3 | 16.055,8 | 21.249,2 |
| Ingresos Operacionales | 60.665,0 | 62.281,8 | 61.745,5 | 61.018,3 | 51.553,1 | 66.540,2 | 67.940,8 |
| RCTON (en %) | 39,1% | 41,5% | 43,2% | 42,9% | 30,5% | 24,1% | 31,3% |

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Ripley.

Se observa que el CTON medido como porcentaje sobre las ventas está en el orden del 28,6% los últimos 3 años, sin embargo, estos años están fuertemente impactados por los efectos de la pandemia del Covid 19, por lo cual el porcentaje de tendencia debiese ser más cercano al 41,7% (promedio entre los años 2016 al 2019).

6.5.3. Inversiones

Las inversiones que posee Ripley tienen relación con terrenos, edificios, maquinarias, equipos informáticos y construcción en proceso que generaran ingresos futuros, soportando sus operaciones. El siguiente cuadro muestra el total de adiciones tanto de propiedad, planta y equipo (PPE) y activos intangibles desde el 2016 a junio de 2022.

Cuadro 33: Inversiones históricas de Ripley.

| Inversiones (En miles de UF) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | TTM |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Adiciones PPE | 1.351 | 810 | 1.384 | 1.934 | (427,5) | 940 | 723 |
| Adiciones Activos Intangibles | 534 | 198 | 346 | 506 | 479 | 623 | 740 |
| Total Inversiones | 1.885,1 | 1.007,7 | 1.730,5 | 2.440,9 | 51,7 | 1.562,3 | 1.463,0 |
| Ingresos Operacionales | 60.665,0 | 62.281,8 | 61.745,5 | 61.018,3 | 51.553,1 | 66.540,2 | 67.940,8 |
| <i>% Inversiones sobre Ingresos</i> | <i>3,1%</i> | <i>1,6%</i> | <i>2,8%</i> | <i>4,0%</i> | <i>0,1%</i> | <i>2,3%</i> | <i>2,2%</i> |
| Depreciación y Amortización Anual | 1.490,6 | 1.472,2 | 1.514,3 | 2.349,9 | 2.315,7 | 2.107,0 | 2.053,7 |
| % Inversiones sobre Depreciación y Amortización | 126,5% | 68,4% | 114,3% | 103,9% | 2,2% | 74,1% | 71,2% |

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Ripley.

Se observa que el año 2020 se presentó una disminución en PPE producto de ajustes en diferencias de conversión y menores inversiones en Capex producto de la pandemia.

Además, se observa que el porcentaje de inversiones antes de la pandemia (entre los años 2016 y 2019) era en promedio del 2,9% de las ventas. Durante estos años no se registraron inversiones adicionales para mayor crecimiento, sino solo aquellas asociadas con la reposición de activos.

6.6. Análisis de crecimiento de la industria

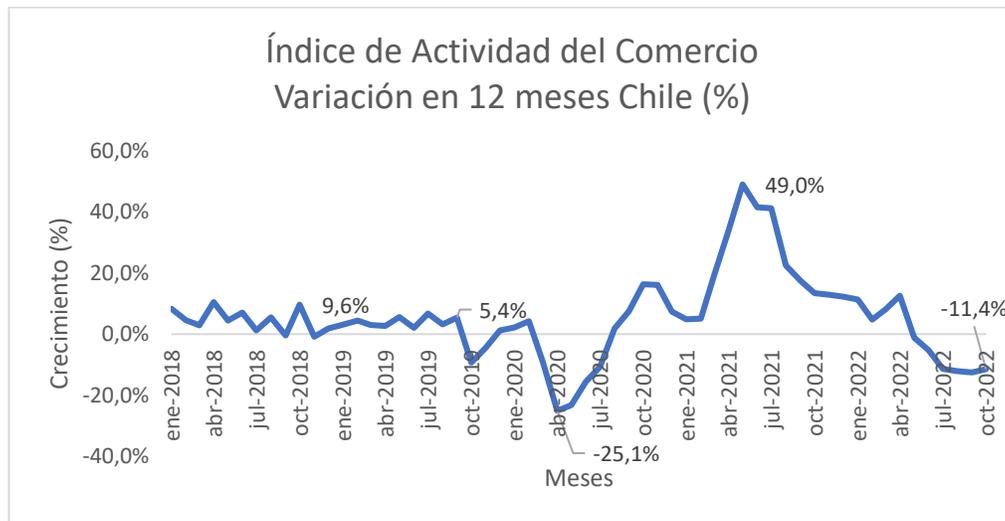
A continuación, se analizarán los crecimientos históricos de los 2 principales segmentos donde opera Ripley: Retail y Bancario, los cuales representan el 99% de los ingresos totales.

6.6.1. Industria Retail en Chile

Para poder analizar el crecimiento de esta industria se utilizó la variación del Índice de Actividad mensual del Comercio, el cual mediante encuestas a distintos actores relevantes del mercado minorista busca determinar la actividad económica de éstos.

En el siguiente grafico se puede observar el crecimiento a 12 meses de este índice desde enero 2018 a octubre de 2022.

Gráfico 2: Variación a 12 meses del índice de Actividad del Comercio Chile.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

Se puede observar una fuerte caída en el crecimiento en el año 2020 producto de las restricciones sanitarias implementadas por el gobierno como respuesta a los altos niveles de contagio existentes en el país producto del Covid 19. Por otro lado, en el 2021

se observa una fuerte recuperación asociada al levantamiento parcial de estas restricciones, así como también, de las ayudas gubernamentales y de los retiros de los fondos de pensiones.

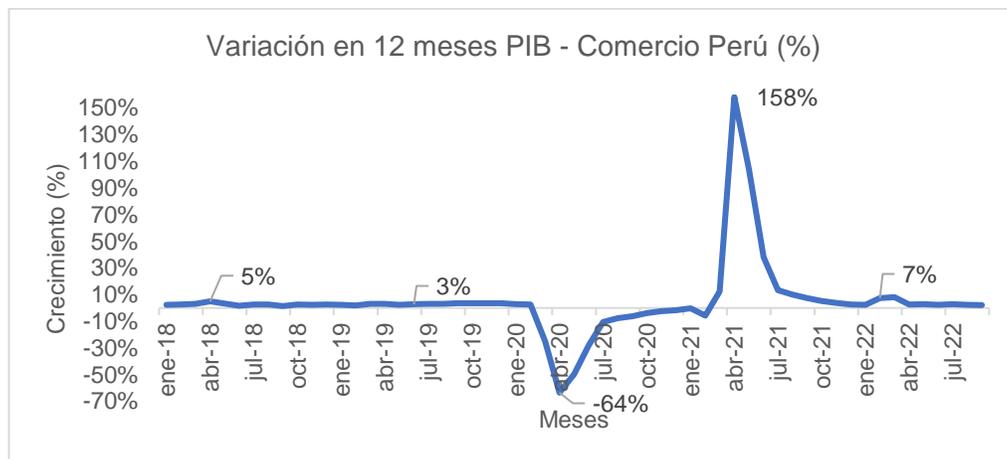
En función del comportamiento de la serie no se logra identificar una tendencia o un comportamiento regular, por lo que para poder proyectar el crecimiento de esta industria se debiese considerar alguna otra variable que logre explicarla.

6.6.2. Industria Retail en Perú.

Para analizar el comportamiento de la industria de Retail en Perú se utilizó como medida de variación el componente del consumo dentro del Producto Interno Bruto (PIB) del Perú, el cual, al igual que se analizó para Chile presenta 2 fuertes desviaciones, una asociada a las restricciones de la pandemia y otra a la posterior recuperación de ésta.

En este caso, existe una tendencia en la serie puesto que, si se excluye estos valores extremos, se observa que el crecimiento está alrededor del 3% anual.

Gráfico 3: Variación en 12 meses PIB – Comercio Perú.



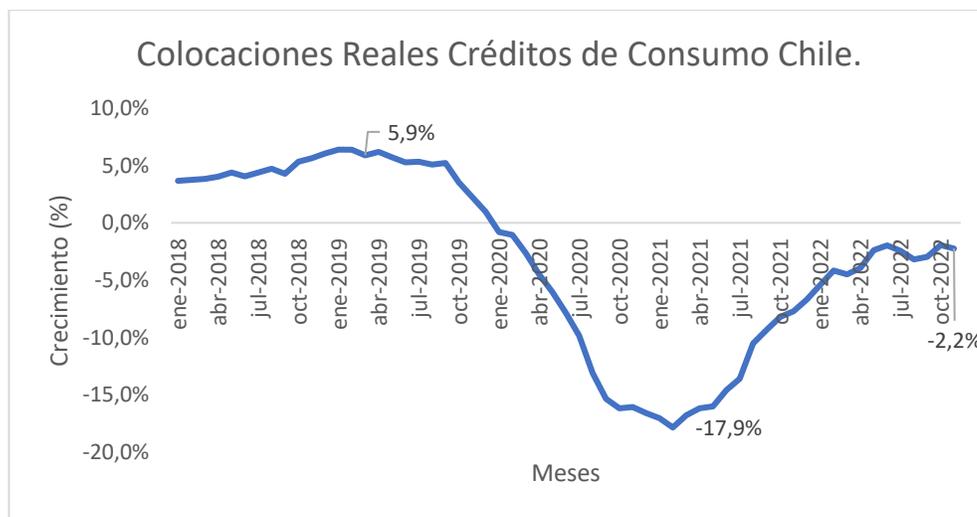
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la Reserva del Perú.

6.6.3. Industria Bancaria en Chile.

Para analizar la industria bancaria en Chile se utilizó como variable las colocaciones de créditos de consumo, ya que este es el principal producto de esta industria y de Ripley. En el siguiente gráfico se puede observar el crecimiento a 12 meses de esta variable. Entre los años 2020 y 2021 se aprecia una fuerte caída producto de la mayor liquidez derivada de las ayudas gubernamentales y los retiros de los fondos de pensiones producto de la crisis del coronavirus.

Al igual que en el caso del Retail en Chile no se observa una tendencia clara que permita estimar crecimientos futuros, por lo que se debe buscar una variable que lo explique.

Gráfico 4: Colocaciones Reales de créditos de Consumo en Chile.



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del Banco Central de Chile.

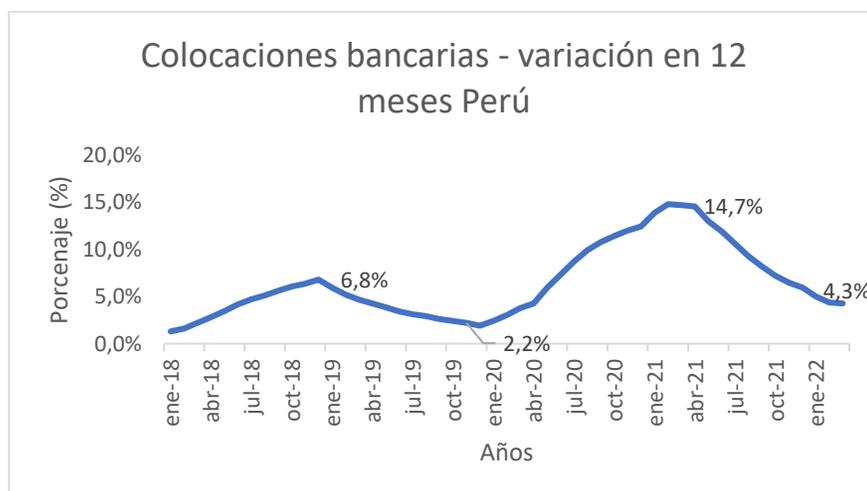
Adicionalmente, es importante mencionar que durante 2022 los mercados financieros se han visto afectados por el menor dinamismo de las principales economías del mundo y por las políticas monetarias más restrictivas, ante el aumento persistente de la inflación.

6.6.4. Industria bancaria en Perú.

Para el caso de la industria bancaria al igual que en el caso de Chile se utilizó la variable de colocaciones bancarias de créditos de consumo, ya que éste es el producto más relevante de esta industria. Se puede observar que durante los años 2020 y 2021 existió un fuerte crecimiento en las colocaciones de créditos.

Según la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP de Perú (SBS), los créditos directos del sistema financiero muestran una recuperación al nivel antes de la pandemia desde julio de 2021 (ComexPerú, 2022).

Gráfico 5: Colocaciones bancarias – variación en 12 meses Perú.



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del Banco Central de Reserva del Perú.

En el caso de Perú los resultados financieros son afectados por la incertidumbre que produce el deterioro político, acentuada por la decisión del presidente Pedro Castillo, de disolver el congreso y de instaurar un gobierno de excepción, lo cual resultó en una acusación de intento de golpe de estado contra éste y finalmente su destitución.

7. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

7.1. Análisis de las empresas comparables.

Como se mencionó en la primera sección de este informe, las empresas comparables de Ripley corresponden a aquellas que posean fuentes de ingresos similares y cuya rentabilidad provenga de estructuras geográficas equivalentes. De este modo se seleccionaron empresas del rubro del Retail con una fuerte presencia en el mercado chileno.

Los siguientes cuadros muestran que la principal fuente de ingresos para Ripley desde el punto de vista geográfico proviene de Chile (73,3%), muy similar al comportamiento de los ingresos de Falabella (65,9%). Del mismo modo el peso del segmento Retail en Chile representa para Ripley un 62,5%, mientras que para Falabella un 56,2%.

Cuadro 34: Porcentaje de Ingreso de empresas comparables al 31 de dic. 2021.

| Segmento / País | Ripley | Falabella | Tricot | La Polar | Hites |
|----------------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| Chile | 73,3% | 65,9% | 100% | 100% | 100% |
| Retail | 62,5% | 56,2% | 100% | 100% | 100% |
| Bancario | 10,7% | 6,6% | | | |
| Inmobiliario | 0,0% | 2,4% | | | |
| Ajustes por consolidación | | 0,7% | | | |
| Argentina | | 1,8% | | | |
| Brasil | | 2,0% | | | |
| Peru | 27,0% | 24,2% | | | |
| Colombia | | 6,1% | | | |
| Ajustes por consolidación | -0,3% | | | | |
| Total | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: Elaboración Propia en base a memorias anuales.

Desde el punto de vista de la fuente de rentabilidad (por medio del EBITDA) se observa que al igual que el caso de los ingresos, la rentabilidad para Ripley proviene principalmente de Chile, siendo Falabella un comparable similar.

Cuadro 35: Porcentaje de EBITDA de empresas comparables al 31 de dic. 2021.

| Segmento / País | Ripley | Falabella | Tricot | La Polar | Hites |
|----------------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| Chile | 87,8% | 79,8% | 100% | 100% | 100% |
| Retail | 51,9% | 46,1% | 100% | 100% | 100% |
| Bancario | 36,6% | 20,5% | | | |
| Inmobiliario | 0,2% | 13,2% | | | |
| Ajustes por consolidación | -0,9% | | | | |
| Argentina | | -0,3% | | | |
| Brasil | | 1,4% | | | |
| Peru | 14,8% | 15,4% | | | |
| Colombia | | 3,7% | | | |
| Ajustes por consolidación | -2,7% | | | | |
| Total | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: Elaboración Propia en base a memorias anuales.

7.1.1. Falabella

El siguiente cuadro muestra los diferentes múltiplos calculados para Falabella.

Se observa un fuerte cambio en el múltiplo PER entre junio 2021 y junio 2022, lo cual puede deberse al efecto post pandemia ocurrido durante el año 2021.

Cuadro 36: Múltiplos Falabella.

| Tipo de Múltiplo | Múltiplos | jun-22 | jun-21 | Promedio |
|------------------|--|--------|--------|----------|
| De ganancia | Price-Earnings Ratio (PER) | 10,29 | 18,80 | 14,55 |
| | Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA) | 8,21 | 8,45 | 8,33 |
| | Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT) | 12,04 | 11,68 | 11,86 |
| De valor libro | Price to Book Equity (PBV) | 0,76 | 1,26 | 1,01 |
| | Value to Book Ratio (VBR) | 0,48 | 0,65 | 0,56 |
| De ingresos | Price to Sales Ratio (PS) | 0,44 | 0,74 | 0,59 |
| | Enterprise Value to Sales Ratio (EVS) | 0,91 | 1,14 | 1,02 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Eikon.

7.1.2. Tricot

El siguiente cuadro muestra los diferentes múltiplos calculados para Tricot.

Al igual que en el caso anterior, se observa un fuerte cambio en el múltiplo PER entre junio 2021 y junio 2022, como resultado de la recuperación post pandemia.

Cuadro 37: Múltiplos Tricot.

| Tipo de Múltiplo | Múltiplos | jun-22 | jun-21 | Promedio |
|------------------|--|--------|--------|----------|
| De ganancia | Price-Earnings Ratio (PER) | 4,84 | 15,68 | 10,26 |
| | Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA) | 4,92 | 6,42 | 5,67 |
| | Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT) | 13,12 | 6,26 | 9,69 |
| De valor libro | Price to Book Equity (PBV) | 0,95 | 1,20 | 1,07 |
| | Value to Book Ratio (VBR) | 0,75 | 0,71 | 0,73 |
| De ingresos | Price to Sales Ratio (PS) | 0,58 | 1,09 | 0,83 |
| | Enterprise Value to Sales Ratio (EVS) | 1,03 | 1,26 | 1,15 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Eikon

7.1.3. Hites

El siguiente cuadro muestra los diferentes múltiplos calculados para Hites. Al igual que en el caso anterior, se observa un fuerte cambio en el múltiplo PER entre junio 2021 y junio 2022, como resultado de un año 2021 fuertemente afectado por la recuperación post pandemia.

Cuadro 38: Múltiplos Hites.

| Tipo de Múltiplo | Múltiplos | jun-22 | jun-21 | Promedio |
|------------------|--|--------|--------|----------|
| De ganancia | Price-Earnings Ratio (PER) | 1,07 | 3,01 | 2,04 |
| | Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA) | 3,49 | 4,61 | 4,05 |
| | Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT) | 5,07 | 7,84 | 6,45 |
| De valor libro | Price to Book Equity (PBV) | 0,25 | 0,35 | 0,30 |
| | Value to Book Ratio (VBR) | 0,58 | 0,55 | 0,56 |
| De ingresos | Price to Sales Ratio (PS) | 0,09 | 0,14 | 0,11 |
| | Enterprise Value to Sales Ratio (EVS) | 0,58 | 0,69 | 0,64 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Eikon

7.1.4. La Polar

El siguiente cuadro muestra los diferentes múltiplos calculados para La Polar. Al igual que en el caso anterior, se observa un fuerte cambio en el múltiplo PER entre junio 2021 y junio 2022, producto de los efectos de recuperación de la crisis sanitaria.

Cuadro 39: Múltiplos La Polar.

| Tipo de Múltiplo | Múltiplos | jun-22 | jun-21 | Promedio |
|------------------|--|--------|--------|----------|
| De ganancia | Price-Earnings Ratio (PER) | 1,95 | 3,58 | 2,77 |
| | Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA) | 2,80 | 2,98 | 2,89 |
| | Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT) | 4,85 | 4,07 | 4,46 |
| De valor libro | Price to Book Equity (PBV) | 1,00 | 1,65 | 1,32 |
| | Value to Book Ratio (VBR) | 0,49 | 0,45 | 0,47 |
| De ingresos | Price to Sales Ratio (PS) | 0,08 | 0,15 | 0,11 |
| | Enterprise Value to Sales Ratio (EVS) | 0,38 | 0,38 | 0,38 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Eikon

7.2. Múltiplos de la industria

En función de los cuadros anteriores se tomó el promedio de cada múltiplo para las empresas comparables, como se muestra en el siguiente cuadro.

Con el objetivo de evitar que valores extremos afecten la estimación, como múltiplo de la industria se consideró la mediana de cada factor.

Cuadro 40: Múltiplos de la industria.

| Tipo de Múltiplo | Múltiplos | Falabella | Tricot | Hites | La Polar | Mediana |
|------------------|--|-----------|--------|-------|----------|---------|
| De ganancia | Price-Earnings Ratio (PER) | 14,55 | 10,26 | 2,04 | 2,77 | 6,51 |
| | Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA) | 8,33 | 5,67 | 4,05 | 2,89 | 4,86 |
| | Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT) | 11,86 | 9,69 | 6,45 | 4,46 | 8,07 |
| De valor libro | Price to Book Equity (PBV) | 1,01 | 1,07 | 0,30 | 1,32 | 1,04 |
| | Value to Book Ratio (VBR) | 0,56 | 0,73 | 0,56 | 0,47 | 0,56 |
| De ingresos | Price to Sales Ratio (PS) | 0,59 | 0,83 | 0,11 | 0,11 | 0,35 |
| | Enterprise Value to Sales Ratio (EVS) | 1,02 | 1,15 | 0,64 | 0,38 | 0,83 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Eikon

7.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria.

El siguiente cuadro muestra la información financiera disponible para Ripley al 30 de junio de 2022. Con esta información y con los múltiplos calculados anteriormente se valorizará Ripley Corp.

Cuadro 41: Indicadores Financieros de Ripley.

| Indicadores Financieros Ripley Corp | 30-06-2022 |
|--|-------------------|
| Nº de acciones | 1.936.052.298 |
| Utilidad Neta (M\$) | 89.332.156 |
| Resultado por acción \$ | 46,14 |
| EBITDA (M\$) | 242.435.455 |
| EBIT (M\$) | 133.212.035 |
| Efectivo y Efectivo Equivalente (Jun 2022) M\$ | 326.763.226 |
| Deuda Financiera (M\$) | 1.139.779.939 |
| Deuda Financiera Neta (M\$) | 813.016.713 |
| Valor libro Patrimonio (M\$) | 1.048.616.743 |
| Valor libro de la deuda (M\$) | 2.807.668.049 |
| Valor libro Empresa (M\$) | 3.856.284.792 |
| Ingresos (M\$) | 2.203.052.316 |
| Ingresos por acción (\$) | 1.137,9 |

Fuente: Elaboración Propia.

El siguiente cuadro muestra el valor de Ripley usando los distintos múltiplos, en negrita se muestra el resultado usando los múltiplos sugeridos para empresas minoristas y empresas de consumo (Fernández, 2012, pág. 149).

Cuadro 42: Valoración por múltiplos de Ripley Corp al 30 de junio de 2022.

| Tipo de Múltiplo | Múltiplos | Valor empresa M\$ | Patrimonio M\$ | Precio acción \$ |
|------------------|--|----------------------|--------------------|------------------|
| De ganancia | Price-Earnings Ratio (PER) | - | - | 300,5 |
| | Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA) | 1.178.472.750 | 365.456.037 | 188,8 |
| | Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT) | 1.075.306.057 | 262.289.344 | 135,5 |
| De valor libro | Price to Book Equity (PBV) | - | 1.091.516.103 | 563,8 |
| | Value to Book Ratio (VBR) | 2.168.480.788 | 1.355.464.075 | 700,1 |
| De ingresos | Price to Sales Ratio (PS) | - | 775.485.977 | 400,6 |
| | Enterprise Value to Sales Ratio (EVS) | 1.829.771.331 | 1.016.754.618 | 525,2 |

Fuente: Elaboración Propia.

7.4. Análisis de los resultados

En función de las valorizaciones anterior y tomando en consideración los múltiplos recomendados para empresas de Retail, se obtiene que el precio de la acción de Ripley debiese fluctuar entre \$135,5 y \$300,5 por acción. Sin embargo, dichos valores fueron obtenidos considerando múltiplos del año 2021, los cuales están fuertemente impactados por la recuperación post pandemia, la cual fue particularmente significativa para el segmento Retail, producto de altos niveles de liquidez existentes en el mercado.

Una manera de evitar esta fuerte dispersión en los valores sería considerar estos factores sólo a junio de 2022. Con esto la estimación del precio de la acción de Ripley estaría entre \$106,4 y \$168,4, como se muestra en el siguiente cuadro.

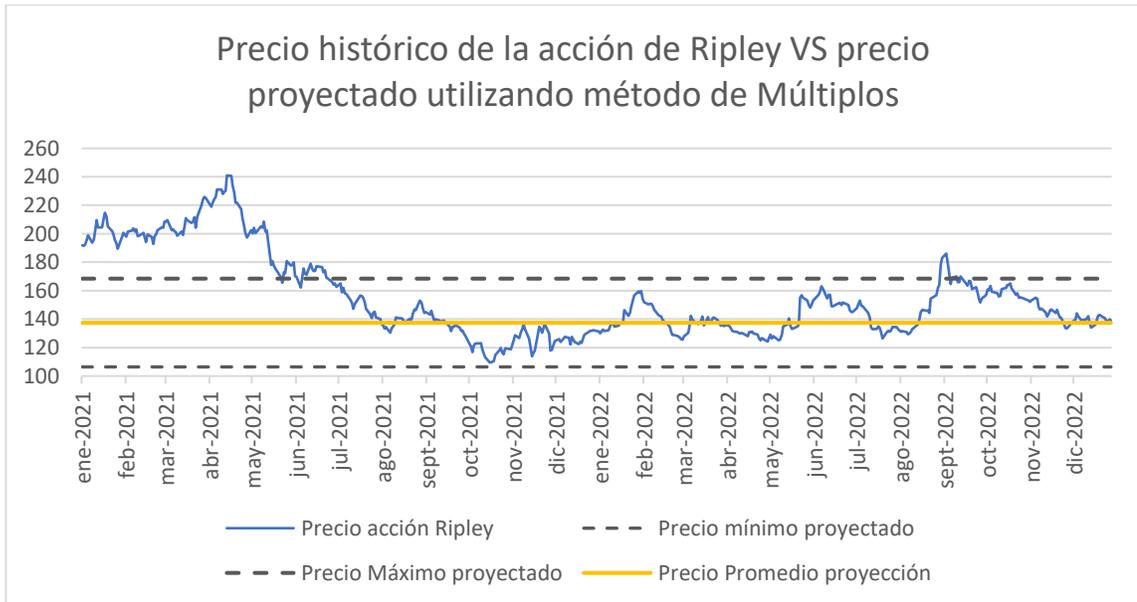
Cuadro 43: Valoración Ripley considerando la mediana de los múltiplos al 30 de junio de 2022.

| Tipo de Múltiplo | Múltiplos | Valor empresa M\$ | Patrimonio M\$ | Precio acción \$ |
|------------------|--|-------------------|----------------|------------------|
| De ganancia | Price-Earnings Ratio (PER) | - | - | 156,7 |
| | Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA) | 1.019.022.777 | 206.006.064 | 106,4 |
| | Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT) | 1.139.097.963 | 326.081.250 | 168,4 |

Fuente: Elaboración Propia.

Como se observa en el siguiente gráfico el precio promedio entre los rangos máximos y mínimos obtenidos por el método de múltiplos corresponde a \$137,42, siendo este consistente con el precio histórico de la acción de Ripley, el cual al 30 de junio de 2022 correspondía a \$144,99.

Gráfico 7: Precio histórico de la acción de Ripley VS precio proyectado utilizando método de Múltiplos.



Fuente: Elaboración Propia.

8. CONCLUSIONES

Este informe presentó la valorización de la compañía Ripley Corp al 30 de junio de 2022 usando el método de múltiplos de empresas comparables.

La primera sección de este informe explicó brevemente las metodologías más usadas y su sustento teórico que posteriormente fueron aplicadas para obtener la valoración de Ripley.

En la segunda sección se describió la empresa Ripley Corp donde se señaló que sus principales negocios corresponden al segmento de retail o venta minorista, bancario e inmobiliario. Ripley posee operaciones en Chile y Perú, sin embargo, sus ingresos dependen fuertemente del mercado chileno, representando el 71,6%.

Se concluyó que Ripley es una compañía de retail ya que el 82,3% de sus ingresos están relacionados con este segmento tanto en Chile como en Perú.

Finalmente, para la valoración usando el método de múltiplos, se identificaron empresas comparables con la dificultad asociada a que existen pocas empresas que tengan la misma dinámica de negocios que Ripley. Por un lado, Falabella - el líder de la industria - opera en otros países además de Chile y Perú como: Argentina, Brasil y Colombia. Por otro lado, empresas como Hites, Tricot y La Polar aun cuando son compañías de Retail, no poseen actividades fuera de territorio chileno.

Adicionalmente, se observó que los múltiplos calculados (Price Earnings Ratio, Enterprise value to Ebitda y Enterprise value to EBIT) estaban fuertemente impactados por la recuperación post pandemia, por lo que se decidió tomar el valor de estos para sólo los últimos 12 meses.

Esto dio como resultado un precio promedio por acción de \$137.4, el cual, a diferencia del método anterior, mostró que el precio de acción en el mercado se encontraba levemente sobrevalorado.

9. ANEXOS

9.1. Anexo 1: Regresión IGPA - Retornos Ripley.

A continuación, se presentan los resultados de la regresión realizada:

$$\text{Retornos Ripley} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Retorno IGPA}$$

| <i>Estadísticas de la regresión</i> | |
|--|---------|
| Coefficiente de correlación múltiple | 0,648 |
| Coefficiente de determinación R ² | 0,420 |
| R ² ajustado | 0,415 |
| Error típico | 0,042 |
| Observaciones | 104,000 |

| ANALISIS 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 | 1,000 | 0,130 | 0,130 | 73,961 | 0,000 |
| Residuos | 102,000 | 0,179 | 0,002 | | |
| Total | 103,000 | 0,309 | | | |

| | <i>Coefficientes</i> | <i>Error típico</i> | <i>Estadístico t</i> | <i>Probabilidad</i> |
|--------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
| Intercepción | -0,0077 | 0,0041 | -1,8691 | 0,0645 |
| Retorno_IGPA | 1,1488 | 0,1336 | 8,6000 | 0,0000 |

9.2. Anexo 2: Otras ganancias y otras pérdidas.

Cuadro 44: Apertura otras ganancias.

| Otras ganancias (Miles de UF) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 TTM |
|---|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|--------------|-------------|
| Recuperación de impuestos Colombia | - | - | - | - | 11,7 | - | - |
| Arriendos de espacios publicitarios | - | 3,0 | - | - | - | - | - |
| Recuperación de años anteriores | 50,1 | 77,3 | 17,5 | - | - | - | - |
| Ingresos por utilidad en venta de activo fijo | - | 268,2 | 22,9 | - | - | - | - |
| Utilidad por venta de activo disponible para la venta | 1,6 | - | 34,3 | - | - | - | - |
| Compensación por retraso apertura de tienda | - | 17,5 | - | - | - | - | - |
| Indemnización recibidos por juicios | - | 7,1 | - | - | - | - | - |
| Efecto escisión Aventura Plaza | 1.215,3 | - | - | - | - | - | - |
| Sanciones, administrativas y laborales | - | - | - | 22,0 | - | - | - |
| Ajuste partidas años anteriores | - | - | - | - | 32,0 | - | 3,2 |
| Utilidad neta venta de subsidiaria | - | - | - | 2.599,4 | - | - | - |
| Indemnización de seguros | 2,2 | - | - | - | 19,0 | 7,9 | (0,4) |
| Ganancia por ajuste del valor razonable | 126,1 | 122,5 | 100,0 | 1.075,7 | 1.075,1 | 351,7 | 56,5 |
| Otras ganancias | 50,4 | 106,6 | 36,1 | 18,2 | 44,5 | 53,4 | 39,6 |
| Totales otras ganancias | 1.445,7 | 602,3 | 210,9 | 3.715,4 | 1.182,4 | 413,0 | 99,0 |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

En el cuadro anterior muestra lo que ya se mencionó en relación con la utilidad por la venta de una subsidiaria en el año 2019. En el año 2016 se registró una escisión, con respecto a una sociedad relacionada con el negocio inmobiliario en Perú.

En julio de 2007, se acordó una asociación con las subsidiarias peruanas de Mall Plaza y Falabella para comenzar con el negocio de construir, administrar y explotar centros comerciales tipo mall en Perú, formando Aventura Plaza S.A. de la cual el Grupo Ripley participaba con un 40%. Con fecha 11 de diciembre de 2015, Falabella Perú S.A. y Open Plaza S.A., comunicaron a la subsidiaria Indirecta Inversiones Padebest Perú S.A., la decisión de ejercer su derecho a que la asociada Aventura Plaza S.A. se divida en dos sociedades equivalentes, de acuerdo con lo establecido en el Pacto de Accionistas. La división fue materializada mediante la escisión de fecha 06 de julio de 2016, asignándole entre otros activos, los centros comerciales Mall Aventura Santa Anita y Mall Aventura Arequipa a Mall Aventura S.A. (Perú) sociedad nueva creada para efectos de continuar

desarrollando en forma independiente el negocio de centros comerciales en Perú (Ripley Corp S.A., 2022, pág. 15).

Adicionalmente se observa un monto material bajo el concepto de valor razonable, asociado al reconocimiento del valor justo de las propiedades de inversión ubicadas en Chile y en Perú (Mall Concepción, Mall Aventura Santa Anita y Arequipa). Este valor razonable fue determinado de acuerdo con la valoración de los flujos descontados expuestos en la NIIF 13 de “Valor razonable” y teniendo en cuenta ciertas consideraciones del mercado, como de estimaciones internas de la gerencia, acompañadas de un adecuado juicio profesional, y no sólo basadas en transacciones históricas comparables (Ripley Corp S.A., 2019, pág. 142).

Cuadro 45: Apertura Otras pérdidas.

| Otras pérdidas (Miles de UF) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 TTM |
|--|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Castigo bajas de propiedad, planta y equipos | (9,1) | (89,8) | (8,6) | (34,2) | (97,6) | (9,7) | (6,3) |
| Gastos por reestructuración | (631,0) | (33,6) | (9,5) | (32,6) | - | - | - |
| Multas y penalidades | - | - | - | - | - | - | (278,0) |
| Sanciones, administrativas y laborales | (22,6) | (2,5) | - | - | (7,6) | - | (6,3) |
| Deterioro propiedad, planta y equipo y derechos de uso | - | - | - | (165,6) | - | - | - |
| Otras perdidas | (62,3) | (149,8) | (14,3) | (49,7) | (100,7) | (110,5) | (111,9) |
| Totales otras pérdidas | (724,9) | (275,7) | (32,4) | (282,1) | (205,8) | (120,3) | (402,5) |
| Totales otras ganancias (pérdidas) | 720,8 | 326,6 | 178,5 | 3.433,3 | 976,6 | 292,7 | (303,5) |

Fuente: Estados financieros auditados Ripley Corp.

Dentro de la apertura de otras perdidas llama la atención el concepto Multas y penalidades del año 2020 por UF 278 mil, asociadas con provisiones a diversos juicios a los cuales Ripley fue notificada.

Ripley fue notificada de 8 demandas de indemnización de perjuicios interpuestas en contra de sociedades del Grupo, a raíz del incendio ocurrido en Mall Plaza El Trébol y Con fecha 2 de agosto de 2021, Ripley tomó conocimiento de la demanda

reconvencional interpuesta por Cencosud Shopping Center S.A. en procedimiento arbitral en contra de Comercial Eccsa S.A., a raíz de un supuesto incumplimiento de las obligaciones establecidas en los contratos de arriendo de las tiendas Ripley de Costanera Center, Alto Las Condes y Portal Temuco (Ripley Corp S.A., 2022, pág. 164).

10. BIBLIOGRAFIA

- Aswath, D. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Bancel, F., & Mitoo, U. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4),106-117.
- Banco Central de Chile. (30 de Junio de 2022). *Base de datos estadísticos* . Obtenido de Base de datos estadísticos : https://si3.bcentral.cl/siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_TASA_INTERES/MN_TASA_INTERES_09/TMS_16?idSerie=F022.BUF.TIS.AN02.UF.Z.D
- Banco Central de Chile. (2022). *Colocaciones Reales*. Obtenido de https://si3.bcentral.cl/siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_ESTADIST_MACRO/MN_EST_MACRO_IV/PEM_COLREA?cbFechaInicio=2012&cbFechaTermino=2022&cbFrecuencia=QUARTERLY&cbCalculo=NONE&cbFechaBase=
- Banco Central de Reserva del Perú. (2022). *Comercio*. Obtenido de <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/mensuales/resultados/PN01725AM/html>
- CFI Team. (13 de Noviembre de 2022). *Corporate Finance Institute*. Obtenido de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/adjusted-beta/>
- ComexPerú. (Abril de 2022). *Creditos directos del sistema financiero muestran una recuperación al nivel prepandemia* . Obtenido de ComexPerú: <https://www.comexperu.org.pe/articulo/creditos-directos-del-sistema-financiero-muestran-una-recuperacion-al-nivel-prepandemia-que-factores-podrian-afectar-el-desempeno-del-sector-financiero>
- Comisión para el Mercado Financiero. (s.f.). *CMF Chile*. Obtenido de ¿Qué es la CMF?: <https://www.cmfchile.cl/porta1/principal/613/w3-propertyvalue-25539.html>
- Damodaran, A. (Julio de 2022). *Damodaram Online*. Obtenido de Damodaram Online: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Diario Oficial de la República de Chile. (1981). *Ley N° 18.046*. Santiago.
- Diario Oficial de la República de Chile. (1997). *Ley N° 19.496*. Santiago.
- Diario Oficial de la República de Chile. (2000). *Código Civil*. Santiago.

- Diario Oficial de la República de Chile. (2019). *Ley N° 21.130*. Santiago.
- Falabella S.A. (2022). *Memoria anual 2022*. Santiago. Obtenido de https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=bc1538ba71890315f09b5e8bcf6cf497VFDwQmVVMtZRVEJOUkVVd1RWUIJlaziSUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1685312052
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Fondo Monetario Internacional. (2022). *FMI - REAL GDP GROWTH*. Obtenido de https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD/CHL/PER
- Infobae. (22 de Noviembre de 2022). Sector Retail disminuye su ritmo de crecimiento en el Perú. *Infobae*. Obtenido de <https://www.infobae.com/america/peru/2022/11/23/sector-retail-disminuye-su-ritmo-de-crecimiento-en-el-peru/>
- Instituto Nacional de Estadísticas Chile (INE). (2022). *Actividad Mensual del Comercio*. Obtenido de <https://www.ine.gob.cl/estadisticas/economia/comercio-servicios-y-turismo/actividad-mensual-del-comercio>
- Kroll. (2022). *Kroll Recommended U.S. Equity Risk Premium (ERP) and corresponding Risk-free Rates*. New York . Obtenido de <https://www.kroll.com/-/media/cost-of-capital/kroll-us-erp-rf-table-2022.pdf>
- Maquieira, C. (2018). El Premio por Riesgo de Mercado: Estimación para Chile. *Review of Global Management*, 32 - 46. Obtenido de <https://revistas.upc.edu.pe/index.php/rgm/article/view/918>
- Maquieira, C., & Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Marconi, C. (20 de Junio de 2022). Ripley casi duplicará su negocio de centros comerciales en Perú al 2023. *La Tercera*. Obtenido de <https://www.latercera.com/pulso-pm/noticia/las-claves-del-crecimiento-del-negocio-de-centros-comerciales-de-ripley-en-peru/FAWMOUZTQZGJJPGOD7NDFWBAYI/>
- Palacios, H. (25 de Mayo de 2022). *La Clase Ejecutiva*. Obtenido de *La Clase Ejecutiva*: <https://www.claseejecutiva.uc.cl/blog/articulos/industria-del-retail-en-chile/>

- Palacios, H. (25 de Mayo de 2022). *La Clase Ejecutiva*. Obtenido de La Clase Ejecutiva: <https://www.claseejecutiva.uc.cl/blog/articulos/industria-del-retail-en-chile/>
- Palepu, K., Healy, P., & Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Passport Euromonitor Internacional. (2022). *Lending: Gross Lending by Category Chile -Peru - Historical / Forecast*. Obtenido de <https://www.portal.euromonitor.com/portal/statisticsevolution/index>
- Passport Euromonitor Internacional. (2022). *Retailing in Chile*. Euromonitor International.
- Passport Euromonitor Internacional. (2022). *Retailing in Perú*. Euromonitor International.
- Passport Euromonitor Internacional. (2022). *Retailing Chile - Perú - Historical/Forecast*. Obtenido de <https://www.portal.euromonitor.com/portal/account/signin-oidc>
- Pinto, J., Robinson, T., & Stowe, J. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2),219-233.
- Ripley Corp S.A. (2015). *Estados Financieros Consolidados Anuales*. Santiago. Obtenido de <https://ripleyinversionistas.cl/wp-content/uploads/2018/10/EEFF-15.Q4.pdf>
- Ripley Corp S.A. (2016). *Estados Financieros Consolidados Anuales*. Santiago. Obtenido de <https://ripleyinversionistas.cl/wp-content/uploads/2018/10/Estados-Financieros-Ripley-Corp-Dic-16.pdf>
- Ripley Corp S.A. (2017). *Estados Financieros Consolidados Anuales*. Santiago. Obtenido de <https://ripleyinversionistas.cl/wp-content/uploads/2018/10/Estados-Financieros-Dic-17.pdf>
- Ripley Corp S.A. (21 de Noviembre de 2017). *Inscripción Registro de Valores N° 900*. Santiago. Obtenido de CMF Chile: https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=6205d2b5311fdc9ecd04ad489233041fVFDwQmVFNTZSWGhOUkVsM1RVUkpNazVCUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1668552491
- Ripley Corp S.A. (2018). *Estados Financieros Consolidados Anuales*. Santiago. Obtenido de https://ripleyinversionistas.cl/wp-content/uploads/2019/03/Estados_financieros_Ripley-Corp-Dic-18.pdf

- Ripley Corp S.A. (2018). *Memoria Anual*. Santiago. Obtenido de <https://ripleyinversionistas.cl/es/informacion-financiera/memoria-anual/#1557260548407-e38d3a01-cc159562-e043ab6b-f3bc>
- Ripley Corp S.A. (2019). *Estados Financieros Consolidados Anuales*. Santiago. Obtenido de https://ripleyinversionistas.cl/wp-content/uploads/2020/04/Estados_financieros_Ripley-Corp-Dic-19.pdf
- Ripley Corp S.A. (2019). *Memoria Anual*. Santiago. Obtenido de <https://ripleyinversionistas.cl/es/informacion-financiera/memoria-anual/#1557260548407-e38d3a01-cc159562-e043ab6b-f3bc>
- Ripley Corp S.A. (2020). *Estados Financieros Consolidados Anuales*. Santiago. Obtenido de https://ripleyinversionistas.cl/wp-content/uploads/2021/03/Estados_financieros_Ripley-Corp-4T20.pdf
- Ripley Corp S.A. (2020). *Memoria Anual*. Santiago. Obtenido de <https://ripleyinversionistas.cl/es/informacion-financiera/memoria-anual/#1557260548407-e38d3a01-cc159562-e043ab6b-f3bc>
- Ripley Corp S.A. (2021). *Estados Financieros Consolidados Anuales*. Santiago. Obtenido de <https://ripleyinversionistas.cl/wp-content/uploads/2022/03/EEFF-Ripley-Corp-2021.pdf>
- Ripley Corp S.A. (2021). *Memoria Anual*. Santiago. Obtenido de <https://ripleyinversionistas.cl/es/informacion-financiera/memoria-anual/#1557260548407-e38d3a01-cc159562-e043ab6b-f3bc>
- Ripley Corp S.A. (2022). *Estados Financieros Consolidados Intermedios*. Santiago. Obtenido de <https://ripleyinversionistas.cl/es/informacion-financiera/resultados-trimestrales/#1607718500743-30fb42ac-e94f>
- Tapia, M. J. (10 de Mayo de 2023). Plan de ajuste del grupo Falabella: reduce su dotación en 4.297 personas en tres meses, más de un tercio de ellas en Chile. *La Tercera*. Obtenido de <https://www.latercera.com/pulso-pm/noticia/plan-de-ajuste-de-falabella-despide-a-4297-personas-en-tres-meses-mas-de-un-tercio-de-ellas-en-chile/BSFDPPDEHRGUVLQWLYG7A4LL6I/>
- Toledo, M. (12 de Octubre de 2022). FMI: Sólo la economía chile caería en la región 2023, pero PIB per cápita superaría los US\$ 30 mil al año siguiente. *Diario*

Financiero. Obtenido de <https://www.df.cl/economia-y-politica/macro/fmi-solo-la-economia-chilena-caeria-en-la-region-en-2023-pero-pib-per>

Villena, M. (Mayo de 2023). Mercado empieza a apostar por una recuperación del retail para la última parte del 2023. *La Tercera*. Obtenido de <https://www.latercera.com/pulso-pm/noticia/mercado-empieza-a-apostar-por-una-recuperacion-del-retail-para-la-ultima-parte-del-2023/7EKY4RGMVJDM7NOXR2YAVR4YZQ/>